



Marc Ryser / Rolf H. Weber\*

## Hedging durch Spitzenkräfte aus börsen- und aktienrechtlicher Sicht



### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Aufgeschobene, aktienbasierte Vergütungen
  - A. Begriff und Grundtypen
  - B. Ziele der Aufschiebung
- III. Hedging aufgeschobener, aktienbasierter Vergütungen
  - A. Gründe für ein Hedging
  - B. Strategien des Hedging
    1. Strategie 1: Veräusserung von Long-Positionen
    2. Strategie 2: *Forward Sales*
    3. Strategie 3: Erwerb von Short-Positionen mittels Aktienderivaten
    4. Strategie 4: Leerverkäufe
  - C. Voraussetzung des marktmässigen Zugangs
- IV. Börsenrechtliche Meldepflichten
  - A. Offenlegung von Beteiligungen gemäss Art. 20 BEHG
    1. Grundzüge
    2. Anwendbarkeit auf Hedging-Strategien
    3. Beurteilung
  - B. Offenlegung von Management-Transaktionen gemäss Art. 56 KR
    1. Grundzüge
    2. Anwendbarkeit auf Hedging-Strategien
    3. Beurteilung
- V. Aktienrechtliche Vorschriften
  - A. Grundzüge der Treuepflicht
  - B. Kein *per se*-Verstoss
  - C. Problematische Fälle
- VI. Schlussbetrachtung

### I. Einleitung

Variable Vergütungen, die an die Wertentwicklung der Aktien einer Gesellschaft gekoppelt sind (aktienbasierte Vergütungen), spielen in der Gesamtvergütung von Spitzenkräften (Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung) schweizerischer Publikumsgesellschaften eine herausragende Rolle.<sup>1</sup> Eine wichtige

<sup>1</sup> Dies gilt vor allen für exekutive Mitglieder des Verwaltungsrats sowie für die oberste Geschäftsleitungsebene; vgl. KARL HOFSTETTER, Fünf Jahre Swiss Code of Best Practice, Sonderbericht zur Frage der Entschädigung von Verwaltungsrat und Management in Publikumsgesellschaften, Zürich 2007, 28 ff. («Das Herzstück der modernen Salärarchitekturen für Topmanager sind zweifellos die aktienbasierten Entschädigungen in Form von Aktien, Optionen oder anderen auf den Verlauf des Aktienkurses des Unternehmens abgestimmten Kompensationsformen», 28) (zit. Sonderbericht); ROBERT MEIER, Die Aktiengesellschaft, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2005, N 9.79; MARC BAUEN/SILVIO VENTURI, Der Verwaltungsrat, Zürich/Basel/Genf 2007, N 139 f.; ROLAND MÜLLER/LORENZ LIPP/ADRIAN PLÜSS, Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für die Praxis, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2007, 108 ff. Zu empirischen Erhebungen vgl. *KPMG Schweiz*, Management Compensation in der Schweizer Praxis, Zürich 2006, 6, 26, 31; *Price-waterhouseCoopers*, Executive Compensation & Disclosure, 2008 survey examining the adoption of the Swiss Transparency Act as well as the compensation structure in SMI companies, 2008. Zur schweizerischen Rechtslage in Bezug auf variable Vergütungen: ANDREAS VON PLANTA, Les plans d'intéressement – Aspects du droit commercial, CEDIDAC 2001 (zit. Les plans d'intéressement); JEAN-LUC CHENAUX, Les plans d'intéressement dans le prisme du Corporate Governance – Du règne de l'opacité à celui de la transparence, ECS 2002, 445 ff. (zit. Les plans d'intéressement); CHRISTOF HELBLING, Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen in der Schweiz, Diss. Zürich 1998, aktualisierte und ergänzte 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2003 (zit. Mitarbeiteraktien); DANIEL LEU, Variable Vergütungen für Manager und Verwaltungsräte, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2005 (zit. Variable Vergütungen); OLIVER BARTHOLET/PETER KURER, Emerging Concepts for Deferred Compensation Plans: Accounting, Governance, Legal and Tax Challenges for a Global Financial Services Firm, in: Ernst A. Kramer/Peter Nobel/Robert Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli, Zürich 2006, 343 ff.; ROLF WATTER/KARIM MAIZAR, Structure of Executive Compensation and Conflicts of Interests – Legal Constraints and Practical Recommendations under Swiss Law, in: Luc Thévenoz/Rashid Bahar (Hrsg.), Conflicts of Interest, Corporate Governance and Financial Markets, Genève/Zürich/Bâle 2007, 31 ff. (zit. Executive Compensation); PETER NOBEL, Board and Management Compensation, Ein Inventar rechtlicher Art, Schriften zum Aktienrecht, Bd. 23, Zürich 2007, 60 ff.; BEAT M. BARTHOLD/MARC WIDMER, Regulierung der variablen Vergütung? – Eine Bewertung der schweizerischen Regulierungsbestrebungen im Vergütungsbereich, AJP 2009, 1389 ff. Aus

\* Dr. Marc Ryser, CFA, ist ehemaliger Investmentbanker und zurzeit für die Anwaltskanzlei Bratschi, Wiederkehr & Buob tätig. Rolf H. Weber ist Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich sowie Visiting Professor an der Hong Kong University, Hong Kong.

Funktion, welche aktienbasierte Vergütungen erfüllen können, liegt darin, die Anreize der Spitzenkräfte denjenigen der Aktionäre (sowie gegebenenfalls anderer Interessengruppen) anzugleichen (sog. «*alignment of interests*» oder Herstellung von Anreizkompatibilität).<sup>2</sup> Die Herstellung einer solchen Anreizkompatibilität setzt allerdings voraus, dass aktienbasierte Vergütungen langfristig ausgerichtet, d.h. zu einem beträchtlichen Teil über einen längeren Zeitraum aufgeschoben werden, ansonsten sie zu falschen Anreizen, namentlich zu kurzfristigem Denken und damit verbundenen überhöhten Risikoengagements seitens der Spitzenkräfte führen können. Eben solche falschen Anreizstrukturen in den Vergütungssystemen der Banken werden teilweise für die übertriebene Risikobereitschaft vieler Finanzinstitute verantwortlich gemacht, welche schliesslich zur Finanzkrise von 2007–2009 führte.<sup>3</sup> Die Regie-

rungschefs der Group of Twenty-Staaten (G 20) haben wiederholt dazu aufgerufen, die Vergütungspraktiken von Finanzinstituten auf solche Fehlanreize hin zu überprüfen und sicherzustellen, dass Vergütungen an der langfristigen Performance der Unternehmen gemessen werden.<sup>4</sup> Nicht nur in der Schweiz<sup>5</sup> diskutiert die Politik aus diesen Gründen zurzeit intensiv über mögliche gesetzgeberische Schritte zur (verstärkten) Regulierung von variablen Vergütungen.

Vergessen geht in den politischen Diskussionen indes oft, dass variable Vergütungen – wenn optimal ausgerichtet – durchaus auch positive Lenkungswirkungen entfalten können. Entsprechende Überlegungen zum Stellenwert von aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungsinstrumenten als optimales Anreizsystem für Spitzenkräfte liegen u.a. den neuen Sondervorschritten für den Finanzsektor auf internationaler Ebene (FSB,<sup>6</sup>

arbeitsrechtlicher Sicht: DOMINIQUE PORTMANN, Mitarbeiterbeteiligung, Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen im schweizerischem Arbeitsrecht, Diss. St. Gallen, Bern 2005; CONSTANTIN CRAMER, Der Bonus im Arbeitsvertrag, Diss. Basel, Bern 2007; PETER REINERT, Variable Gehaltssysteme aus arbeitsrechtlicher Sicht, AJP 2009, 3 ff.; THOMAS GEISER, Boni zwischen Privatrecht und öffentlichem Interesse, recht 2009, 115 ff. Aus Sicht des Rechnungslegungsrechts: LUKAS MÜLLER, Eigenkapitalbasierte Vergütung de lege ferenda – Rechtliche und betriebswirtschaftliche Aspekte, AJP 2008, 527 ff. Zur wirtschafts- und rechtspolitischen Kontroverse über variable Vergütungen für Spitzenkräfte: BRUNO S. FREY/MARGIT OSTERLOH, Yes, Managers should be paid like bureaucrats, Journal of Management Inquiry 2005, 96 ff.; MARGIT OSTERLOH/KATJA ROST/KEIHAN PHILIP MADJPOUR, Pay without performance, Legitimationskrise variabler Vergütungssysteme für das Management, Forum Wirtschaftsethik 2008, 28 ff.; PETER NOBEL, Notwendigkeit einer Bonusregelung?, SZW 2009, 448 ff. (zit. Bonusregelung); PETER FORSTMOSER, Die Entschädigung der Mitglieder von Verwaltungsrat und Topmanagement, Binsenwahrheiten, Missverständnisse und ein konkreter Vorschlag, in: Rita Trigo Trindade/Henry Peter/Christian Bovet (Hrsg.), *Economie Environnement Ethique, De la responsabilité sociale et sociétale*, Liber Amicorum Anne Petitpierre-Sauvain, Zürich 2009, 145 ff.

<sup>2</sup> Zur (finanztheoretischen) Grundlegung von aktienbasierten Managementvergütungen, verstanden als Mechanismus zur Linderung der Prinzipal-Agent Problematik in Publikumsgesellschaften, vgl. MICHAEL C. JENSEN/KEVIN J. MURPHY, CEO Pay and what to do about it: Restoring integrity into executive compensation and capital-market relations, Boston 2010 (erscheint demnächst).

<sup>3</sup> Inwieweit aktienbasierte Vergütungen zur Finanzkrise von 2007–2009 beigetragen haben, wird lebhaft diskutiert. RÜDIGER FAHLENBRACH/RENÉ M. STULZ haben in einer empirischen Untersuchung gezeigt, dass der durchschnittliche Banken-CEO in der Finanzkrise einen beträchtlichen Vermögensverlust auf den von ihm gehaltenen Aktien seiner Bank erlitten hat und folgern daraus, dass Anreizstrukturen der CEOs nicht für die Finanzkrise bzw. die Performance ihrer jeweiligen Banken während der Krise verantwortlich gemacht werden können (Bank CEO Incentives and the Credit Crisis, Charles A. Dice Center Working Paper No. 2009–13, abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1439859](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1439859)); JOSEPH A. GRUNDFEST, What's Needed Is Uncommon Wisdom, DealBook (Legal), NYTimes.com, October 6, 2009. Vgl. aber LUCIAN BEBCHUK/ALMA COHEN/HOLGER SPAMANN, die nachgewiesen haben, dass die Führungskräfte von Bear Stearns und Lehman Brothers während der Periode 2000–2008 substantielle *cash-flows* (in Form von Barvergütungen sowie aus Verkäufen von Aktien ihrer jeweiligen Gesellschaften) erhalten haben, die bei Weitem den Wert der

gehaltenen Aktien am Anfang der Periode überstiegen haben; die Autoren folgern daraus, dass die Gültigkeit der These, wonach Vergütungsstrukturen falsche Anreize geschaffen und zur Übernahme unangemessener Risiken verleitet haben, nicht auszuschliessen sei (The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman, 2000–2008, Yale Journal on Regulation [erscheint demnächst]); LUCIAN A. BEBCHUK, Written Testimony Submitted Before the Committee on Financial Services, United States House of Representatives, Hearing on Compensation Structure and Systemic Risk, June 11, 2009; LUCIAN A. BEBCHUK/HOLGER SPAMANN, Regulating Bankers' Pay, Georgetown Law Journal 2010, 247 ff.; vgl. auch PHILIPP M. HILDEBRAND, Prinzipien für risikoorientierte Vergütungssysteme, Vortrag gehalten am *Economic Outlook 2009* (Unternehmer NW-Schweiz), Basel, 23. April 2009 («Die Vergütungssysteme von Finanzunternehmen sind ein Paradebeispiel für schlecht strukturierte Anreize, welche zu den aktuellen Verwerfungen beigetragen haben», 3); YVONNE SEILER-ZIMMERMANN/HEINZ ZIMMERMANN, Zur Problematik risikogerechter Verhaltensanreize bei variablen Entschädigungen, SZW 2009, 439 ff.; vgl. ROLF SETHE/HANS CASPAR VON DER CRONE/FRANZISKA BÄCHLER, Stellungnahme zum Entwurf Rundschreiben 2009/...Vergütungssysteme, Rechtswissenschaftliches Institut, Universität Zürich, 14. August 2009 (zit. Stellungnahme); ING-HAW CHENG/HARRISON HONG/JOSE SCHEINKMAN, Yesterday's Heroe's: Compensation and Creative Risk-Taking, Working Paper, October 2009, Draft, abrufbar unter: <http://www.princeton.edu/~joses/wp/yesterday.pdf>.

<sup>4</sup> Group of Twenty, Declaration, Summit on Financial Markets and the World Economy, 15 November 2008, Rz. 10; Group of Twenty, Declaration on Strengthening the Financial System – London, 2 April 2009, 4 (zit. Declaration); Group of Twenty, Leaders' Statement Pittsburgh Summit, 24–25 September 2009, Rz. 13.

<sup>5</sup> Zur Debatte stehen verschiedene Modelle einer Bonussteuer: Das *Tantiemen-Modell* würde über CHF 3 Mio. hinausgehende Teile von Jahresbezügen wie Tantiemen als Gewinnverteilung betrachten; in dieselbe Richtung geht das *Sektor-Modell*, welches das Tantiemen-Modell auf den Bankensektor beschränken will. Die *Motion Fetz* sieht vor, dass der über CHF 1,5 Mio. hinausgehende Teil von Jahresbezügen für die Unternehmen höchstens zur Hälfte steuerlich abzugsfähig sein soll; die *Motion der ständerätlichen Wirtschaftskommission* will die Regelung der Motion Fetz auf börsenkotierte Firmen beschränken. Der *Bundesrat* schliesslich hat provisorisch vorgeschlagen, die steuerliche Abzugsfähigkeit von Gesamtbezügen über CHF 2 Mio. insoweit einzuschränken, als der variable Teil den Fixlohn übersteigt (vgl. zum Ganzen «Modell-Dickicht bei der Bonussteuer», NZZ Nr. 127, 5.6.2010, 29).

<sup>6</sup> *Financial Stability Forum*, FSF Principles for Sound Compensation Practices, 2 April 2009, abrufbar unter: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904b.pdf); *Financial Sta-*

FSA<sup>7</sup>) und in der Schweiz (FINMA-Rundschreiben 2010/1<sup>8</sup>) sowie den Empfehlungen zu den Entschädigungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im neuen Anhang 1 des «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» (SCBP)<sup>9</sup> zugrunde. Am deutlichsten kommt diese Sichtweise in den FSB-Richtlinien zum Ausdruck:<sup>10</sup>

- «6. For senior executives [...]:  
 – a substantial portion of compensation should be variable [...]  
 – a substantial portion of variable compensation, such as 40 to 60 percent, should be payable under deferral arrangements over a period of years; and  
 – [...] for the most senior management [...], the percentage of variable compensation that is deferred should be substantially higher, for instance above 60 percent.  
 7. The deferral period [...] should not be less than three years [...].  
 8. A substantial proportion, such as more than 50 %, of variable compensation should be awarded in shares or share-linked instruments [...]. Awards in shares or share-linked instruments should be subject to an appropriate share retention policy.»<sup>11,12</sup>

*bility Board*, FSB Principles for Sound Compensation Practices, Implementation Standards, 25 September 2009, abrufbar unter: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf) (zit. Principles). Die FSB-Prinzipien sind von der G 20 gutgeheissen worden (Group of Twenty, Declaration [FN 4], 4).

<sup>7</sup> *Financial Services Authority*, Consultation Paper 09/10, Reforming remuneration practices in financial services, March 2009; *Financial Services Authority*, Policy Statement 09/15, Reforming remuneration practices in financial services, Feedback on CP09/10 and final rules, August 2009.

<sup>8</sup> *FINMA*, Rundschreiben 2010/1, Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten, 21. Oktober 2009.

<sup>9</sup> *Economiesuisse*, Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Anhang 1, 20 ff.

<sup>10</sup> *Financial Stability Board*, Principles (FN 6), Implementation Standards 6–8, 3.

<sup>11</sup> Ähnlich äussern sich auch das FINMA-Rundschreiben 2010/1 sowie, differenzierend, Anhang 1 des SCBP. Vgl. FINMA-Rundschreiben 2010/1, Grundsatz 7 («Aufgeschobene Vergütungen binden Vergütungen an die zukünftige Entwicklung von Erfolg und Risiken»; «Für Mitglieder der Geschäftsleitung [...] ist ein bedeutender Teil der Vergütung aufgeschoben auszurichten», 9, Rz. 53). Der Erläuterungsbericht präzisiert wie folgt: «Aufgeschobene Vergütungen schwanken während der Sperrfrist im Wert, sowohl nach oben als auch nach unten. Die Wertänderung ist abhängig vom Erfolg auf Ebene des Gesamtinstituts. Mitarbeitende profitieren so von einer positiven Entwicklung des Instituts, wenn z.B. der Kurs der Aktien des Instituts steigt. Gleichsam tragen sie, z.B. bei fallendem Aktienkurs, das Risiko negativer Entwicklungen mit» (Erläuterungsbericht zum Entwurf Rundschreiben Vergütungssysteme, Juni 2009, 49). Vgl. auch Anhang 1 des SCBP, insbesondere Ziff. 3 III, Ziff. 4 III und IV sowie Erläuterungen zum Anhang 1, 30.

<sup>12</sup> Angesprochene Finanzdienstleister in der Schweiz haben mit der Implementierung der FSB-Prinzipien bzw. der Richtlinien der G 20 begonnen, so etwa die Credit Suisse AG: «Seit vielen Jahren setzen wir aufgeschobene, aktienbasierte Vergütungsinstrumente ein. 2009 haben wir [...] bekannt gegeben, wie wir die Richtlinien der G 20 umsetzen» (Credit Suisse, 4Q Aktionärsbrief, 2 [abrufbar unter: [https://www.credit-suisse.com/investors/doc/shareholder\\_letter\\_4q09\\_de.pdf](https://www.credit-suisse.com/investors/doc/shareholder_letter_4q09_de.pdf)]).

Die Anreizeffekte von aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen gehen allerdings verloren, wenn sich Führungskräfte mittels (privater) Hedging-Transaktionen der Aktienkursrisiken entledigen können, die mit diesen Vergütungsstrukturen verbunden sind.<sup>13</sup> Arbeitsverträge bzw. Vergütungsreglemente äussern sich oft nicht zur Zulässigkeit solcher Hedging-Transaktionen. Überdies bieten z.T. sogar die Gesellschaften selbst ihren Spitzenkräften entsprechende Hedging-Arrangements an. Von anderen Formen der nachträglichen Modifikation bzw. Umgestaltung von aktienbasierten Vergütungsstrukturen (z.B. Repricing von Optionsplänen)<sup>14</sup> unterscheidet sich Hedging dadurch, dass dieser Vorgang nicht nur einzelne Bestandteile (wie Optionen) betrifft, sondern grundsätzlich auf sämtliche Bestandteile aufgeschobener, aktienbasierter Vergütungen (Beteiligungspapiere, Optionen sowie andere Instrumente) Anwendung finden kann. Ausserdem bedarf Hedging keiner einvernehmlichen Übereinkunft mit der Gesellschaft, sondern vermag durch rein private Transaktionen statt zu finden.

Der vorliegende Beitrag untersucht Hedging-Transaktionen im Zusammenhang mit aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen aus börsen- und aktienrechtlicher Sicht. Im Vordergrund stehen dabei die Fragen der Offenlegungspflicht von Hedging-Transaktionen sowie deren Vereinbarkeit mit aktienrechtlichen Vorschriften.

## II. Aufgeschobene, aktienbasierte Vergütungen

### A. Begriff und Grundtypen

Aufgeschobene, aktienbasierte Vergütungen können aus Beteiligungspapieren (in der Regel Aktien), Optionen sowie Finanzinstrumenten, die ökonomisch betrachtet Aktien oder Optionen substituieren können,

<sup>13</sup> Entsprechende Lösungen werden im Markt von fast allen grossen Investmentbanken, so etwa J.P. Morgan ([http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/private\\_banking/corporate\\_executives/manage\\_exposure](http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/private_banking/corporate_executives/manage_exposure)), Credit Suisse (<https://www.credit-suisse.com/us/privatebanking/wealthservices/en/index.jsp>), UBS (<http://financialservicesinc.ubs.com/wealth/BusinessServices/SpecializedExecutiveNeeds/ConcentratedStockSolutions.html>), sowie von weiteren spezialisierten Finanzdienstleistern angeboten.

<sup>14</sup> Zu Repricing und anderen Änderungen von Optionsplänen vgl. VON PLANTA, Les plans d'intéressement (FN 1), 54 f.; CHENAUX, Les plans d'intéressement (FN 1), 448; HELBLING, Mitarbeiteraktien (FN 1), 239 ff.; LEU, Variable Vergütungen (FN 1), 306 f.; HOFSTETTER, Sonderbericht (FN 1), 28 f. Zum sog. «backdating», d.h. der Rückdatierung des Vergabezeitpunkts von Optionen, vgl. insbesondere JEAN-LUC CHENAUX/LOÏC PFISTER, «Backdated Options»: Quelles conséquences en droit suisse?, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zwischen Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 739 ff.



bestehen.<sup>15</sup> Ein wichtiges Unterscheidungskriterium ist dabei, ob Optionen und andere Finanzinstrumente Realerfüllung oder Cash-Settlement vorsehen und deshalb im Ergebnis eine Beteiligung am Eigenkapital der Gesellschaft ermöglichen (Realerfüllung) oder lediglich eine – auf den Aktienkurs bezogene – Geldleistung in Aussicht stellen (Cash-Settlement).<sup>16</sup>

Die zeitliche Komponente des Aufschubs aktienbasierter Vergütungen kann über eine Sperrfrist oder eine Vesting-Periode erfolgen.<sup>17</sup> Die Sperrfrist bezeichnet den Zeitraum ab der Zuteilung (*grant*), während welchem die Vergütungsbestandteile einer Verkaufs- bzw. grundsätzlichen Verfügungsbeschränkung unterliegen.<sup>18</sup> Die Vesting-Periode (oder Anwartschaftsfrist) bezeichnet den Zeitraum zwischen einer bedingten Zuteilung und dem «Aufleben des Rechts zum Bezug (gegebenenfalls zum Verkauf) der Aktien»<sup>19</sup> bzw. anderer Instrumente.<sup>20</sup> Im Gegensatz zu den durch eine Sperrfrist blockierten Vergütungsbestandteilen handelt es sich bei Vergütungen, die einer Vesting-Periode unterliegen, um an Bedingungen geknüpfte Zahlungen. Der definitive Rechtserwerb erfolgt erst, wenn die Vesting-Periode abgelaufen ist und die entsprechenden Bedingungen erfüllt sind. Bei der Vesting-Periode wird danach unterschieden, ob die Bedingungen ausschliesslich durch Zeitablauf erfüllt werden (sog. Time-Based Vesting) oder durch Zeitablauf *und* das Erreichen bestimmter Leistungsziele (Performance-Based Vesting). Beim Performance-Based Vesting wird wiederum danach differenziert, ob die Leistungsziele an Aktienpreise oder andere (nicht-aktienbezogene) Grössen gekoppelt sind.

In der Praxis am häufigsten sind folgende Grundtypen aufgeschobener, aktienbasierter Vergütungen:

- *Restricted Stocks (RS)*: Beteiligungspapiere (in der Regel Aktien), die einer Sperrfrist (Verfügungssperre) und allenfalls einer Time-Based Vesting-Klausel unterliegen;
- *Performance Shares*: Beteiligungspapiere (in der Regel Aktien), die einer Performance-Based Vesting-Klausel unterliegen;
- *Optionen mit Realerfüllung (Employee Stock Options, ESOPs)*: Finanzinstrumente, welche dem Empfänger das Recht einräumen, eine festgelegte Anzahl Beteiligungspapiere zu einem festgelegten Preis (Ausübungspreis oder *strike*) über eine festgelegte Periode (Ausübungsfrist) zu erwerben; der Ausübungspreis wird bei Zuteilung festgelegt. In der Regel unterliegen Optionen einer Vesting-Periode;
- *Stock-Appreciation Rights (SAR)*: Finanzinstrumente ohne Realerfüllung, die ökonomisch betrachtet wie Optionen funktionieren und in der Regel einer Vesting-Periode unterliegen;
- *Restricted Stock Units (RSU)*: Finanzinstrumente ohne Realerfüllung, die ökonomisch betrachtet wie Aktien funktionieren und einer Sperrfrist und/oder Vesting-Periode unterliegen;
- *Performance Share Units (PSU)*: Finanzinstrumente ohne Realerfüllung, die ökonomisch betrachtet wie Optionen mit einem Ausübungspreis gleich null funktionieren (sog. *Zero Strike Options*)<sup>21</sup> und einer Performance-Based Vesting-Klausel unterliegen.

«Herkömmliche» Optionen haben in den letzten Jahren wesentlich an Bedeutung eingebüsst, und zwar zugunsten anderer Formen aktienbasierter Vergütung (insbesondere RS und RSUs).<sup>22</sup>

## B. Ziele der Aufschiebung

Mit aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen können verschiedene Ziele verfolgt werden. Die wichtigsten Aspekte sind:<sup>23</sup>

<sup>15</sup> Vgl. *Ernst & Young*, Getting started: A beginner's guide to long-term incentives, Smart Rewards, Performance and Reward Quarterly 2010 (Volume 1, Issue 2), 2 ff., abrufbar unter: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SmartRewards\\_PerformanceAndRewardQuarterly\\_Volume1\\_Issue2\\_2010.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SmartRewards_PerformanceAndRewardQuarterly_Volume1_Issue2_2010/$FILE/SmartRewards_PerformanceAndRewardQuarterly_Volume1_Issue2_2010.pdf); CARR BETTIS/JOHN BIZJAK/JEFFREY COLES/SWAMINATHAN KALPATHY, Stock and Option Grants with Performance-Based Vesting Provisions, Working Paper, October 26, 2008, abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=972424](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=972424); vgl. auch HELBLING, Mitarbeiteraktien (FN 1), 13 ff.

<sup>16</sup> Der Unterscheidung, ob Vergütungsinstrumente *equity-* oder *cash-settled* sind, kommt in der Rechnungslegung nach IFRS 2 und in der (einkommens-)steuerlichen Behandlung dieser Instrumente grundlegende Bedeutung zu. Vgl. ERIC OHLUND/RUTH GWERDER, Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf aktienbasierte Vergütungen, Behandlung nach IFRS 2, ST 2009, 830 ff.; ANDREAS RISI/REMO SCHMID, Steuerliche Bewertung von Aktienbasierten Finanzinstrumenten, ST 2007, 886 ff. (zit. Steuerliche Bewertung).

<sup>17</sup> Beide Arten des Aufschubs können sowohl einzeln wie auch in Kombination eingesetzt werden.

<sup>18</sup> Vgl. LEU, Variable Vergütungen (FN 1), 220 f., 243 f.

<sup>19</sup> BGE 130 III 495, E. 4.1

<sup>20</sup> Vgl. LEU, Variable Vergütungen (FN 1), 220, 243.

<sup>21</sup> Vgl. RISI/SCHMID, Steuerliche Bewertung (FN 16), 886.

<sup>22</sup> Vgl. *PricewaterhouseCoopers*, Leading the rebound. Equity compensation in the spotlight, 2009 Global Equity Incentive Survey, Executive Summary, 2009, abrufbar unter: [http://www.pwc.com/en\\_US/us/hr-management/assets/2009-geis-executive-summary.pdf](http://www.pwc.com/en_US/us/hr-management/assets/2009-geis-executive-summary.pdf) («Results from the 2009 Global Equity Incentives Survey reflect continuation in the trend toward the decreasing prevalence of service-based stock-options since 2006. That shift is accompanied by another – namely, movement toward other award types: most notably, service-based and performance-based restricted stock units (RSUs) and restricted stock (RS). Responses to the 2007 Global Equity Incentives Survey indicated an increase in the prevalence of performance-based stock equity; however, that trend apparently lost a little momentum in 2009 as companies increased their use of service RS/RSUs», 10); vgl. auch HOFSTETTER, Sonderbericht (FN 1), 29 («Aktienoptionspläne sind international etwas aus der Mode gekommen [...]. An ihrer Stelle erleben Aktien und andere aktienbasierte Anreizprogramme Konjunktur»).

<sup>23</sup> HELBLING nennt zehn mögliche Motive für eine Kaderbeteiligung (Mitarbeiteraktien [FN 1], 289 ff.). Für eine Übersicht über

- *Herstellung von Anreizkompatibilität zwischen Aktionären und Spitzenkräften:* Aktienbasierte Managementvergütungen können eingesetzt werden, um die Prinzipal-Agent Problematik in Publikums-gesellschaften zu lindern. Durch den Besitz von Aktien und aktienähnlichen Instrumenten sollen Spitzenkräfte dazu veranlasst werden, wie Eigentümer zu denken und deren Anliegen in ihren Entscheiden zu berücksichtigen.
- *Bindung der Führungskräfte:*<sup>24</sup> Aktienbasierte Vergütungen können auch dazu dienen, Spitzenkräfte an die Gesellschaft zu binden. Dies kann im Interesse der Gesellschaft sein, sofern Fluktuationen bei den Spitzenkräften der Gesellschaft Kosten verursachen bzw. Schaden zufügen können (durch Verlust von Management-Fähigkeiten, Wissen, Kundenbeziehungen, usw.). Die Bindungswirkung wird in der Regel mit Hilfe von Vesting-Klauseln erreicht, welche den definitiven Rechtserwerb von aktienbasierten Vergütungselementen von der Bedingung abhängig machen, dass der Berechtigte vor dem vorgesehenen Vesting-Zeitpunkt nicht aus dem Arbeitsverhältnis ausgeschieden ist.<sup>25</sup>
- *Erzielen von Steuervorteilen für die Entlöhnten:* Unter Umständen begünstigen gewisse Steuerpraktiken aktienbasierte Vergütungssysteme im Vergleich zu Entlohnungen in der Form von Bargeld. So haben z.B. *Bühner/Wallmeier*<sup>26</sup> darauf hingewiesen, dass im Bund und in den meisten Kantonen gewisse aktienkursbasierte Vergütungsinstrumente steuerlich bevorzugt behandelt werden und solche Formen der Vergütung daher auch als ein Steuersparmodell

angesehen werden können.<sup>27</sup> *Helbling*<sup>28</sup> begründet die Beliebtheit von Kaderbeteiligungen bei Kadermitgliedern damit, dass sie im Hinblick auf einen steuerfreien Kapitalgewinn eine steuerlich interessante Entschädigungsform bieten.

Auch gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung können mit aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen verschiedene Zwecke verfolgt werden. In BGE 130 III 495 hatte sich das Bundesgericht mit einem arbeitsrechtlichen Problem in Zusammenhang mit Aktienoptionsplänen mit Vesting-Klausel zu befassen und stellte dabei Folgendes fest:

«Mit der Mitarbeiterbeteiligung werden mehrere Zwecke verfolgt: Erhöhung der Attraktivität der Gesellschaft als Arbeitgeberin für hoch qualifizierte Arbeitskräfte; Motivation der Mitarbeitenden, indem diese von dem durch sie geschaffenen Wert profitieren können; Bindung des Kaders an die Gesellschaft, jedenfalls bis zum Zeitpunkt der Ausübung der Option; Gleichschaltung der Ziele der Angestellten, der Aktionäre und des Managements [...]»<sup>29</sup>.

Und weiter:

«Die Ausgestaltung im Einzelnen ist weitgehend den Gesellschaften überlassen und wird von den jeweils vorrangig verfolgten Zwecken geleitet.»<sup>30</sup>

Das Bundesgericht anerkennt demnach, dass Unternehmen verschiedene Zwecke verfolgen können, wenn sie ihre Mitarbeitenden teilweise in Form von Beteiligungen entlohnen. Die konkrete Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile, insbesondere die Wahl des Grundtypus, richtet sich nach den Zielen, die ein Unternehmen vorrangig verfolgt.

die verschiedenen mit aktienbasierten Vergütungen verfolgten Zwecke vgl. auch ASWATH DAMODARAN, *Employee Stock Options (ESOPs) and Restricted Stock: Valuations Effects and Consequences*, Working Paper, Stern School of Business, New York University, September 2005; LEU, *Variable Vergütungen* (FN 1), 53 ff.; EDWARD P. LAZEAR/PAUL OYER, *Personnel Economics*, in: Robert Gibbons and John Roberts (eds.), *The Handbook of Organizational Economics*, Princeton, NJ (erscheint demnächst).

<sup>24</sup> Vgl. HELBLING, *Mitarbeiteraktien* (FN 1), 289.

<sup>25</sup> Für ein formales Modell, wonach aktienbasierte Vergütungen mit Vesting-Klausel ein optimales Instrument zur Bindung des Kaders und anderer Mitarbeiter an die Gesellschaft darstellen, vgl. PAUL OYER, *Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effect?*, *Journal of Finance* 2004, 1619 ff.; SHIVARAM RAJGOPAL/TERRY SHEVLIN/VALENTINA ZAMORA, *CEO's outside employment opportunities and the lack of relative performance evaluation in compensation contracts*, *Journal of Finance* 2005, 1813 ff.

<sup>26</sup> THOMAS BÜHNER/MARTIN WALLMEIER, *Aktienbasierte Mitarbeiterentlohnung in der Schweiz, Zielkonflikt zwischen Anreizsystem und Steuersparmodell*, *ST* 2004, 555 ff. (zit. *Aktienbasierter Mitarbeiterentlohnung*).

<sup>27</sup> Die geltende (einkommens-)steuerrechtliche Praxis berücksichtigt allfällige Sperrfristen, indem der Aktienkurs, der als Steuerbemessungsgrundlage dient, mit einem «Einschlag» von 6% pro Sperrjahr diskontiert wird. Diese Art der steuerlichen Begünstigung kommt vor allem bei Aktien zum Tragen. Bei Optionen mit Vesting-Klausel stellt die Praxis, seit Mai 2003, auf den Zeitpunkt ab, in dem die Option effektiv ausgeübt wurde. Dadurch verlagert sich die Besteuerung nach hinten und die Begünstigung durch den «Einschlag» des Aktienkurses entfällt weitgehend (BÜHNER/WALLMEIER, *Aktienbasierte Mitarbeiterentlohnung* [FN 26], 559). Zur Steuerpraxis: Kreisschreiben Nr. 5 der EStV vom 30. April 1997; Rundschreiben der EStV vom 6. Mai 2003; Kantonales Steueramt Zürich, Merkblatt über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen zum Zwecke der Zürcher Staats- und Gemeindesteuern und der direkten Bundessteuer, 21. Oktober 2009; BGE 135 V 346, E. 5.3.3. Für die geplante gesetzliche Regelung: Botschaft zum Bundesgesetz über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, BBl 2005 575 ff., 589 f., 596 f.; Entwurf zum Bundesgesetz über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, BBl 2005 603 ff.

<sup>28</sup> HELBLING, *Mitarbeiteraktien* (FN 1), 290, 307 ff.

<sup>29</sup> BGE 130 III 495, E. 4.1; fast gleichlautend BGE 133 V 346, E. 5.2 (im Zusammenhang mit der einkommenssteuerlichen Behandlung von Aktienoptionsplänen mit Vesting-Klausel) sowie BGE vom 26.5.2008 (9C.683/2007), E. 2.2.

<sup>30</sup> BGE 130 III 495, E. 4.1; vgl. BGE 133 V 346, E. 5.2; BGE vom 26.5.2008 (9C.683/2007), E. 2.2.

Die konkrete Zielsetzung, die ein Unternehmen mit aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen verfolgt, kann indessen durch gezielte Hedging-Strategien teilweise ausgehebelt werden. Beispielsweise können Spitzenkräfte ihren persönlichen Anteil am Unternehmensrisiko aufgrund ihrer aktienbasierten Vergütung durch Hedging massiv reduzieren, so dass auch der gewünschte Effekt der Motivation bzw. der Anreizkompatibilität reduziert wird oder zumindest nur noch in eine Richtung spielt. Hingegen kann etwa eine über Vesting-Klauseln erzielte Bindungswirkung nicht durch Hedging ausser Kraft gesetzt werden; vielmehr würde dies voraussetzen, dass eine Vertragsanpassung im Einvernehmen mit der Gesellschaft stattfindet bzw. Bedingungen, welche gemäss vertraglicher Abmachung ein sog. «*accelerated*»-Vesting auslösen können (z.B. bei einer Übernahme), erfüllt sind.

### III. Hedging aufgeschobener, aktienbasierter Vergütungen

Im Folgenden wird beleuchtet, welche Gründe und Strategien das Hedgen durch Spitzenkräfte antreiben und welche Voraussetzungen vorliegen müssen, damit Hedging in der Praxis funktioniert.

#### A. Gründe für ein Hedging

Spitzenkräfte hedgen ihre aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen aus unterschiedlichen Gründen. Im Vordergrund stehen dürfte das Bedürfnis nach Risikodiversifikation; durch die Absicherung von Kursrisiken können Spitzenkräfte ihre Abhängigkeit von firmenspezifischen Risiken, welche sie aufgrund der aktienbasierten Vergütung tragen, verringern. Hedging kann auch unter Ausnutzung von Insider-Wissen erfolgen, was allerdings nicht nur aufgrund von Art. 161 StGB, sondern auch aufgrund des (weitergehenden) aktienrechtlichen Insiderrechts untersagt ist.<sup>31</sup> Ist ein grosser Anteil der Mittel von Spitzenkräften in Aktien oder anderen Instrumenten gebunden, kann überdies ein Bedürfnis nach mehr Liquidität entstehen. Dieses Motiv setzt indessen voraus, dass neben dem Hedging ein Darlehen die Liquidität zur Verfügung stellt (sog. *monetization*). Der vorliegende Beitrag konzentriert sich in der Folge auf das Hedging aus Gründen der Risikodiversifikation.

#### B. Strategien des Hedging

Spitzenkräfte können verschiedene Hedging-Strategien anwenden, namentlich die Veräusserung von Long-Positionen (Strategie 1), sog. *Forward Sales* (Strategie 2) sowie das Eingehen von Short-Positionen mittels Aktienderivaten (Strategie 3) oder Leerverkäufen (Strategie 4).

##### 1. Strategie 1: Veräusserung von Long-Positionen

Die einfachste Strategie des Hedging besteht darin, dass die Spitzenkraft bei Zuteilung von neuen aufgeschobenen, aktienbasierten Instrumenten (Aktien, Optionen usw.) eine entsprechende Anzahl von wirtschaftlich äquivalenten Instrumenten veräussert,<sup>32</sup> welche ihr in früheren Perioden zugeteilt wurden und inzwischen nicht mehr einer Sperrfrist oder Vesting-Periode unterliegen.<sup>33</sup> Damit erreicht die Spitzenkraft, dass die zusätzlichen Aktienkursrisiken, welche mit den neuen Vergütungsbestandteilen verbunden sind, ausgeglichen werden und insgesamt die von ihr zu tragenden Kursrisiken gleich bleiben. Diese Strategie setzt indessen voraus, dass die Spitzenkraft über eine genügende, zuvor zugeteilte Anzahl von Aktien, Optionen usw. verfügt.

##### 2. Strategie 2: *Forward Sales*

Eine weitere Möglichkeit des Hedging besteht darin, einen Terminkontrakt (*Forward Sale*) mit einem anderen Marktteilnehmer (z.B. einer Investmentbank) abzuschliessen. Bei einem *Forward Sale* vereinbart die Spitzenkraft die Lieferung der Aktien zu einem zukünftigen Zeitpunkt (z.B. Ende der Sperrfrist oder der Vesting-Periode) und zu einem im Voraus festgelegten Preis. Dadurch kann sich die Spitzenkraft gegen weitere Kursrisiken absichern. Anstelle einer Reallieferung können die Parteien auch einen *Forward Sale* mit Barabgeltung vereinbaren.

Falls die Gegenpartei den Gegenwert für die zukünftige Lieferung der Aktien bereits zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bezahlt, liegt eine sog. Vorauszahlung (*Prepayment*) vor. In diesem Falle spricht man von einem *Prepaid Variable Forward Contract* (PVF), welcher die Eigenschaften eines *Forward Sale* und eines Darlehens kombiniert.<sup>34</sup>

<sup>31</sup> Zum aktienrechtlichen Insiderrecht vgl. PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 13 N 616 f. (zit. Schweizer Aktienrecht).

<sup>32</sup> Vgl. ELI OFEK/DAVID YERMACK, Taking Stock: Equity-Based Compensation and the Evolution of Managerial Ownership, *Journal of Finance* 2000, 1367 ff.

<sup>33</sup> Zudem müssen diese Instrumente, falls es sich um Optionen handelt, auch ausübbar sein.

<sup>34</sup> Vgl. ALAN D. JAGOLINZER/STEVEN R. MATSUNAGA/ERIC YEUNG, An Analysis of Insiders' Use of Prepaid Variable Forward Transactions, *Journal of Accounting Research* 2007, 1055 ff.

### 3. Strategie 3: Erwerb von Short-Positionen mittels Aktienderivaten

Weiter lassen sich Aktienderivate (mit Realerfüllung oder mit Barabgeltung) zu Hedging-Zwecken einsetzen.<sup>35</sup> Zu erwähnen sind insbesondere folgende Strategien, welche aktienbasiert entlohnte Spitzenkräfte zur Reduktion ihres Klumpenrisikos mit Blick auf den Aktienkurs «ihres» Unternehmens einsetzen können:

- *Equity Swap*: Mit einem Equity Swap (oder Total Return Equity Swap) tauscht der Investor Zahlungsströme, die von der Kursentwicklung einer Aktie abhängen, gegen Zahlungsströme eines anderen Finanzinstruments, z.B. einer festverzinslichen Anlage, ein.
- *Collar*: Der Collar ist ein zusammengesetztes Derivat, welches aus einem Long-Put und einem Short-Call besteht; Collar-Transaktionen werden als sog. «zero-cost» bezeichnet, wenn die Einkünfte vom Verkauf des (geschriebenen) Calls benützt werden, um die Kosten für den Put zu finanzieren.<sup>36</sup>
- *Long-Put*: Mit einem Long-Put kann das «downside»-Risiko abgesichert werden; diese Form des Hedging ist allerdings wenig attraktiv, weil es mit erheblichen Kosten verbunden ist.

### 4. Strategie 4: Leerverkäufe

Als letzte Variante des Hedging sind Leerverkäufe (sog. *short selling*) durch die Spitzenkräfte zu erwähnen. Leerverkäufe sind in der Schweiz grundsätzlich erlaubt.<sup>37</sup> Ausserdem kennt das schweizerische Recht, anders als etwa das amerikanische Recht,<sup>38</sup> kein ausdrückliches Verbot von Leerverkäufen durch Spitzenkräfte in Titeln der «eigenen» Gesellschaft.<sup>39</sup>

<sup>35</sup> Für eine Übersicht vgl. J. CARR BETTIS/JOHN M. BIZJAK/SWAMINATHAN L. KALPATHY, *Why Do Insiders Hedge Their Ownership and Options: An Empirical Examination*, Working Paper, March 2010, Appendix (Hedging Instruments), 43 ff., abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1364810](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364810); UBS Investment Bank, *Equity Risk Management, Hedging and Monetization Strategies*, Stamford, CT, 2006, abrufbar unter: [http://financialservicesinc.ubs.com/staticfiles/pws/adobe/equity\\_risk\\_management.pdf](http://financialservicesinc.ubs.com/staticfiles/pws/adobe/equity_risk_management.pdf).

<sup>36</sup> Sofern beide Optionen den gleichen Ausübungspreis haben, hat der Collar ein Delta von -1, d.h. dessen Wertentwicklung ist genau umgekehrt proportional zu jener der unterlegten Aktie.

<sup>37</sup> Verboden ist in der Schweiz lediglich das sog. «*naked short selling*», d.h. Leerverkäufe, die nicht durch eine Wertpapierleihe unterlegt sind; vgl. Mitteilung der EBK vom 19. September 2008 («EBK betont Verbot von Leerverkäufen ohne Deckung»), abrufbar unter: <http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/aktuell/index.html>; vgl. auch FINMA, *Jahresbericht 2009*, 65.

<sup>38</sup> Nach amerikanischem Recht sind Leerverkäufe durch Verwaltungsräte, Geschäftsleitungsmitglieder sowie Aktionäre mit einer Beteiligung von über 10% einer Effektenkategorie untersagt (vgl. Section 16 des Securities Exchange Act).

<sup>39</sup> In der Praxis haftet Leerverkäufen ein Reputations-Malus an. Wirtschaftlich betrachtet kommt es allerdings nicht darauf an, ob eine Long-Position veräussert (Strategie 1 und 2) oder mit einem

### C. Voraussetzung des marktmässigen Zugangs

Das Hedging von aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen setzt voraus, dass der Kapitalmarkt mit Bezug auf die Titel der Gesellschaft eine gewisse Liquidität aufweist und dass insbesondere auch ein liquider Markt für die Leihe in den entsprechenden Titeln (sog. *Securities Lending*) besteht. Um die Aktien der Gesellschaft leerverkaufen zu können (Strategie 4), müssen diese Aktien nämlich zunächst ausgeliehen werden können.<sup>40</sup>

Entsprechende Überlegungen kommen nicht nur im Zusammenhang mit Strategie 4 (Leerverkäufe), sondern auch bei den Strategien 2 (*Forward Sales*) und 3 (Erwerb von Short-Positionen mittels Aktienderivaten) zum Tragen. Damit Spitzenkräfte die entsprechenden Verträge mit Blick auf Strategie 2 und 3 mit anderen Marktteilnehmern (vornehmlich Investmentbanken) abschliessen können, müssen sich die jeweiligen Gegenparteien, die in der Regel die übernommenen Aktienkursrisiken nicht selber tragen wollen, wiederum absichern können, indem sie die Aktien der Gesellschaft leer verkaufen.<sup>41</sup> Aus diesem Grund setzen auch die Strategien 2 und 3 einen liquiden Markt für *Securities Lending* in den Titeln der Gesellschaft voraus.

Weiter ist davon auszugehen, dass für die involvierten Gegenparteien insbesondere im Falle der Strategien 2 und 3 Kreditrisiken entstehen, welche durch das Bereitstellen entsprechender Sicherheiten durch die Spitzenkräfte abgegolten werden müssen. Sofern sich die aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungselemente selbst nicht als Sicherheiten eignen – was insbesondere bei einer Vesting-Periode unterliegenden Vergütungsbestandteilen der Fall sein dürfte – muss die Spitzenkraft alternative Sicherheiten anbieten können, weil ansonsten diese Transaktionen kaum zustande kommen.

Collar oder Equity Swap (Strategie 3) oder einem Leerverkauf (Strategie 4) abgesichert wird.

<sup>40</sup> Ein Markt für Aktienleihe setzt wiederum voraus, dass ein genügender *free float* in den Titeln der Gesellschaft vorhanden ist – eine Voraussetzung, die kotierte Gesellschaften, die sich mehrheitlich in Familienbesitz befinden, oft nicht erfüllen – und die Titel mindestens zum Teil durch institutionelle Investoren gehalten werden, welche sich in der Regel reger am Markt für Aktienleihe beteiligen, als Privatanleger. Zu Leerverkäufen vgl. SERAINA N. GRUENEWALD/ALEXANDER F. WAGNER/ROLF H. WEBER, *Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited*, *International Journal of Disclosure and Governance* 2010, 108 ff.

<sup>41</sup> Diese Absicherung kann verschiedene Formen annehmen (*static* oder *delta* Hedging) in Abhängigkeit des zu sichernden Underlying und der Verfügbarkeit gleichartiger Instrumente im Markt (zur ähnlich gelagerten Problematik des Hedging im Zusammenhang mit Lock-Up-Verpflichtungen vgl. CLAUDE SCHMIDT/MICHA BLATTMANN/MARTIN REY, *Derivatgeschäfte im Zusammenhang mit Lock-Up-Verpflichtungen bei M&A-Transaktionen*, Hinweise zu Problemen in der Praxis, *GesKR* 2006, 336 ff.).



## IV. Börsenrechtliche Meldepflichten

### A. Offenlegung von Beteiligungen gemäss Art. 20 BEHG

#### 1. Grundzüge

Gemäss Art. 20 BEHG ist der Aktionär einer kotierten Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz (Emittent) verpflichtet, seine Beteiligung offen zu legen, sofern er (alleine oder als Gruppe) 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 oder 66 2/3 Prozent der Stimmrechte an der Gesellschaft erreicht, über- oder unterschreitet. Die schriftliche Offenlegungsmeldung ist innert vier Börsentagen nach Entstehen der Meldepflicht (Verpflichtungsgeschäft) gegenüber dem Emittenten und der Börse einzureichen. Der Emittent veröffentlicht die Meldung innert zwei Börsentagen nach Eintreffen der Meldung. Die Meldungen werden auf der Webseite der Offenlegungsstelle veröffentlicht.<sup>42</sup>

Von der Offenlegungspflicht erfasst sind sowohl Erwerbspositionen (Long-Positionen) als auch Veräusserungspositionen (Short-Positionen). Die Long-Positionen umfassen gemäss Art. 12 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA Aktien, Wandel- und Erwerbsrechte (Art. 15 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA), eingeräumte (geschriebene) Veräusserungsrechte (Art. 15 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA), Finanzinstrumente, die wirtschaftlich einen Erwerb ermöglichen (Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA), sowie Finanzinstrumente im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot (Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA). Die Short-Positionen schliessen gemäss Art. 12 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA gehaltene Veräusserungsrechte (insbesondere Put-Optionen; Art. 15 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA), eingeräumte (geschriebene) Wandel- und Erwerbsrechte (Art. 15 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA) sowie Finanzinstrumente, die wirtschaftlich eine Veräusserung ermöglichen (Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA), ein.

Unter den Begriff der Finanzinstrumente gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA fallen Cash-Settlement-

Aktienderivate, welche dazu geeignet sein können, dem Inhaber dieser Instrumente einen privilegierten Zugang zu den dem Geschäft unterliegenden Beteiligungspapieren zu gewähren – eine Eignung, die bei OTC-Derivaten, d.h. Instrumenten, welche individuell mit der Gegenpartei ausgehandelt werden, grundsätzlich angenommen werden kann. Cash-Settlement-Aktienderivate, die reine Finanzinteressen zum Ausdruck bringen, fallen hingegen nicht unter den sachlichen Anwendungsbereich von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA.<sup>43</sup>

#### 2. Anwendbarkeit auf Hedging-Strategien

Im vorliegenden Zusammenhang stellt sich die Frage, ob und inwiefern die eben erörterten Hedging-Strategien der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht unterstehen:

- *Strategie 1:* Die Veräusserung von Long-Positionen, d.h. insbesondere die Veräusserung von Aktien und von Optionen mit Realerfüllung,<sup>44</sup> werden direkt durch Art. 20 Abs. 1 BEHG erfasst.<sup>45</sup>
- *Strategie 2:* Der *Forward Sale* (Terminverkauf) von Beteiligungspapieren, bei denen sich die Parteien über die künftige Lieferung von Aktien zu einem vorab vereinbarten Preis einigen, fällt in den Anwendungsbereich von Art. 20 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA. Ein *Forward Sale* mit Barabgeltung unterliegt der Regelung von Art. 20 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA.
- *Strategie 3:* Der Erwerb von Short-Positionen mittels Aktienderivaten mit Realerfüllung wird durch Art. 20 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 15 Abs. 1 lit. a (Long-Put) bzw. lit. b (Short-Call) BEHV-FINMA erfasst.<sup>46</sup> Der Erwerb von Short-Positionen mittels Cash-Settlement-Aktienderivaten, welche wirtschaftlich eine Veräusserung von Beteiligungspapieren ermöglichen, fällt unter den Anwendungsbereich von Art. 20 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA.<sup>47</sup>
- *Strategie 4:* Leerverkäufe fallen nicht in den Anwendungsbereich von Art. 20 BEHG.<sup>48</sup>

<sup>42</sup> Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE/EVA BILEK/MATTHIAS HIRSCHLE, Neuerung im Offenlegungsrecht, SZW 2008, 2 ff.; PETER V. KUNZ, Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Nedin P. Vogt/Eric Stupp/Dieter Dubs (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich 2008, 238 ff.; ROLF H. WEBER, Börsenrechtliche Meldepflichten im Spannungsfeld von Gesellschafts- und Finanzmarktrecht, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zwischen Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 774 ff.; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Erfassung von Finanzinstrumenten im revidierten Offenlegungsrecht, Revision der BEHV-Finma, ST 2009, 570 ff.; URS SCHENKER, Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, 255; MARC RYSER/ROLF H. WEBER, Aktienderivate im Offenlegungsrecht, SZW 2010, 112 ff. (zit. Aktienderivate); CHRISTIAN RENN, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Diss. St. Gallen, Zürich 2010.

<sup>43</sup> Vgl. RYSER/WEBER, Aktienderivate (FN 42), 112 ff.

<sup>44</sup> Handelbare Optionen, als Teil einer aktienbasierten Vergütung, sind allerdings selten.

<sup>45</sup> Das Gleiche gilt für die Ausübung von Optionen. Es gilt das Prinzip der sog. Doppelmeldung.

<sup>46</sup> Das Miterfassen von Equity Swaps mit Realerfüllung setzt voraus, dass diese Instrumente unter den Begriff «Erwerbs- oder Veräusserungsrechte» in Art. 20 Abs. 1 BEHG subsumiert werden können.

<sup>47</sup> Zur Problematik betreffend die formellgesetzliche Abstützung der Unterstellung von Cash-Settlement Aktienderivaten unter die allgemeine Offenlegungspflicht vgl. RYSER/WEBER, Aktienderivate (FN 42), 120.

<sup>48</sup> Allerdings können Leerverkäufe indirekt über die Wertpapierleihe, welche Leerverkäufe begleitet, erfasst werden; Eidgenössische Bankkommission, Teilrevision der Börsenverordnung-EBK per 1. Dezember 2007, Erläuterungen zu den Art. 9 bis 23 BEHV-EBK und dem Übergangsrecht, 24. November 2007, 6 ff., 11.



### 3. Beurteilung

Das Melderegime gemäss Art. 20 BEHG ist durch Meldeschwellen gekennzeichnet, d.h. Transaktionen und die daraus resultierenden Beteiligungsverhältnisse, die diese Meldeschwellen weder erreichen noch über- oder unterschreiten, lösen keine Meldepflicht aus. Zudem liegt die Erstmeldeschwelle bei 3% – einer Hürde, die zumindest bei den grösseren Publikumsgesellschaften in der Regel ausserhalb der Reichweite der von Spitzenkräften gehaltenen Titel der Gesellschaft liegt. Weiter sieht das Melderegime gemäss Art. 20 BEHG keine ausnahmslose Erfassung von Cash-Settlement-Aktienderivaten und keine Unterstellung von Leerverkäufen vor. Aufgrund dieser Eigenschaften erfasst das System der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht Hedging-Transaktionen durch Spitzenkräfte nur in sehr bescheidenem Ausmass und ist zur Schaffung von mehr Transparenz mit Blick auf solche Transaktionen daher kaum dienlich.

## B. Offenlegung von Management-Transaktionen gemäss Art. 56 KR

### 1. Grundzüge

Gemäss Art. 56 Kotierungsreglement (KR) und der Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen (RLMT)<sup>49</sup> sind die Emittenten, deren Beteiligungspapiere (Aktien, Partizipations- und Genussscheine) an der SIX Swiss Exchange (SIX) kotiert sind und deren Gesellschaftssitz in der Schweiz ist,<sup>50</sup> verpflichtet, dafür zu sorgen, dass die Mitglieder ihres Verwaltungsrates und ihrer Geschäftsleitung (Manager) Transaktionen in eigenen Titeln offen legen. Erfasst werden Transaktionen «bei direktem oder indirektem Erwerb oder Veräusserung von:

1. Beteiligungsrechten des Emittenten;
2. Wandel- und Erwerbsrechten, die ein Umtauschrecht oder Bezugsrecht auf Beteiligungsrechte des

Emittenten einräumen oder anderen Rechten zum Erwerb oder zur Veräusserung von Beteiligungsrechten des Emittenten, unabhängig davon, ob diese Rechte eine Realerfüllung oder einen Barausgleich vorsehen; oder

3. Finanzinstrumenten jeder Art, die nicht unter Ziff. 1 oder 2 fallen, deren Preis aber massgeblich vom Wert von Beteiligungsrechten oder anderen Rechten zum Erwerb oder zur Veräusserung von Beteiligungsrechten des Emittenten beeinflusst wird.»<sup>51</sup>

Die Transaktionen sind vom Manager innerhalb von zwei Börsentagen an den Emittenten zu melden; dieser übermittelt die Angaben innert zwei weiteren Börsentagen an die SIX. Die Meldungen werden auf der Webseite der SIX publiziert. Die Veröffentlichung der Transaktionen erfolgt jeweils ohne Namensnennung, jedoch unter der Angabe der Funktion des Managers.

Manager haben dem Emittenten alle in den Regelungsbereich fallenden Transaktionen zu melden.<sup>52</sup> Allerdings entfällt das Erfordernis einer zeitnahen Meldung durch den Emittenten an die SIX, falls der Gesamtwert der Transaktionen des Managers innerhalb eines Kalendermonats den Betrag von CHF 100'000.– nicht übersteigt (vgl. Art. 56 Abs. 3 und 4 KR). Wird dieser Betrag nicht überschritten, entfällt auch die Publikation durch die SIX (vgl. Art. 56 Abs. 5 KR).<sup>53</sup>

Die Meldepflicht bei der Offenlegung von Management-Transaktionen knüpft – analog zu der Regel bei der Offenlegung von Beteiligungen gemäss Art. 20 BEHG – an den Zeitpunkt des Vertragsabschlusses (Verpflichtungsgeschäft) und nicht an den Zeitpunkt der Erfüllung (Verfügungsgeschäft) an (vgl. Art. 8 Abs. 1 RLMT).<sup>54</sup> Auch im Falle von Derivaten i.S.v. Art. 56 Abs. 1 Ziff. 2 KR gilt, dass die vertragliche Begründung dieser Rechte meldepflichtig ist (vgl. Art. 6 Abs. 3 RLMT). Bei diesen Instrumenten ist der Erwerb, die Veräusserung sowie das Schreiben (Einräumen/Emission) dieser Rechte der Meldepflicht unterstellt.<sup>55</sup>

Ausdrücklich von der Meldepflicht ausgenommen sind die Verpfändung, Nutzniessung sowie Wertpapierleihe (Art. 6 Abs. 2 RLMT).<sup>56</sup> Ebenfalls keine Meldepflicht

<sup>49</sup> Vgl. CHRISTOPH B. BÜHLER, Offenlegung von Management-Transaktionen: neue Leitplanken mit Bodenwellen auf der Corporate Governance-Schnellstrasse, in: Ernst A. Kramer/Peter Nobel/Robert Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 497 ff. (zit. Offenlegung); PHILIPPE A. WEBER/ANDREA HUBER, Offenlegung von Managemententschädigungen und Management-Transaktionen, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen II, Zürich/Basel/Genf 2007, 99 ff. (zit. Offenlegung von Managemententschädigungen); MARC BAUEN/ROBERT BERNET, Schweizer Aktiengesellschaft, Zürich/Basel/Genf 2007, N 934 ff.; URS FELLER, Offenlegung von Management-Transaktionen im europäischen Umfeld, AJP 2009, 323 ff. (zit. Offenlegung). Vgl. auch ANTOINETTE GASSER/TAMARA FARRÈR, Management-Transaktionen von Gross- und Familienaktionären, Erweiterung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzpflichten, ST 2005, 765 ff.

<sup>50</sup> Emittenten, deren Gesellschaftssitz nicht in der Schweiz liegt, fallen dann in den Anwendungsbereich der Richtlinie, wenn ihre Beteiligungspapiere an der SIX, nicht aber im Heimatstaat kotiert sind.

<sup>51</sup> Massgeblichkeit liegt vor, wenn der Wert der Finanzinstrumente zu mehr als 33% von Rechten i.S.v. Ziff. 1 und 2 abhängt (vgl. Art. 5 Abs. 1 Ziff. 4 RLMT; Kommentar zur Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen [zit. Kommentar RLMT], Rz. 15 f.).

<sup>52</sup> Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 26 N 1.

<sup>53</sup> «Der Schwellenwert [von CHF 100'000.–] ist damit im Grunde eine Veröffentlichungsschwelle, keine Meldeschwelle» (BÜHLER, Offenlegung [FN 49], 512). Vgl. auch Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 26 N 1.

<sup>54</sup> Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 21 N 1–5.

<sup>55</sup> Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 12 N 1–3, 19 N 1.

<sup>56</sup> Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 18 N 1.

besteht bei der Ausübung von Derivaten (Art. 5 Abs. 6 RLMT).<sup>57</sup>

## 2. Anwendbarkeit auf Hedging-Strategien

- *Strategie 1:* Die Veräusserung von Long-Positionen, d.h. insbesondere die Veräusserung von Aktien sowie von Optionen mit Realerfüllung, fällt in den Anwendungsbereich von Art 56 Abs. 1 Ziff. 1 (Aktien) und Ziff. 2 (Optionen) KR.<sup>58</sup> Auch sog. «*exercise and sell*»-Transaktionen, d.h. die Ausübung von Optionen bei gleichzeitigem Verkauf der aus der Ausübung hervorgegangenen Beteiligungspapiere, werden erfasst. Zwar ist die Ausübung selbst nicht meldepflichtig (vgl. Art. 5 Abs. 6 RLMT), der Verkauf der aus der Ausübung hervorgegangenen Beteiligungspapiere unterliegt hingegen der Meldepflicht.
- *Strategie 2:* Weil die Meldepflicht an den Zeitpunkt des Abschlusses des Verpflichtungsgeschäfts anknüpft, werden *Forward Sales*, bei welchen die Aktien erst nach einer gewissen Zeit geliefert werden, grundsätzlich wie ein Verkauf von Beteiligungspapieren behandelt; sie fallen somit in den Anwendungsbereich von Art 56 Abs. 1 Ziff. 1 KR. Ein *Forward Sale* mit Barabgeltung wird aufgrund von Art. 56 Abs. 1 Ziff. 2 KR oder allenfalls als Auffangtatbestand gemäss Ziff. 3 erfasst.
- *Strategie 3:* Der Erwerb von Short-Positionen mittels Aktienderivaten mit Realerfüllung wird aufgrund von Art 56 Abs. 1 Ziff. 2 KR oder allenfalls als Auffangtatbestand gemäss Ziff. 3 erfasst. Das Gleiche gilt für Derivate mit Barabgeltung. Eine Spezialität der Offenlegung von Management-Transaktionen liegt darin, dass der Erwerb von Veräusserungsrechten – im Gegensatz zum Offenlegungsrecht – als Kauf behandelt wird, obwohl dieser ökonomisch betrachtet eine Short-Position begründet. Die Transparenz der Meldung wird dadurch allerdings nicht wesentlich beeinträchtigt, weil die Meldung an die Börse Angaben enthält, welche eine ökonomische Einordnung der Transaktion ermöglichen.<sup>59</sup>
- *Strategie 4:* Leerverkäufe gehören nicht zu den in Art. 56 Abs. 1 KR bzw. Art. 5–9 RLMT erwähnten Gegenständen der Meldepflicht bzw. meldepflichtigen Transaktionen.<sup>60</sup> Zudem unterliegt das *Securities Lending*, welches Leerverkäufen regelmässig voraus geht, nicht der Meldepflicht. Allein auf dieser

Grundlage den Schluss zu ziehen, dass Leerverkäufe nicht in den meldepflichtigen Bereich von Art. 56 KR fallen, wäre allerdings nicht sachgerecht. Während es bei der Offenlegungspflicht gemäss Art. 20 BEHG, welche nach dem gegenwärtigen Rechtsverständnis Leerverkäufe nicht erfasst, um die Information über die Beteiligungsverhältnisse eines Emittenten geht, steht bei der Offenlegung von Management-Transaktionen die Transparenz wirtschaftlich motivierter Transaktionen der Organe eines Emittenten im Vordergrund.<sup>61</sup> Deshalb besteht u.E. kein Grund zur Annahme, dass der Verkauf der ausgeliehenen Aktien und der spätere Rückkauf von Aktien im Zusammenhang mit einem Leerverkauf der Meldepflicht gemäss Art. 56 KR *nicht* unterstellt sein sollen.<sup>62</sup>

## 3. Beurteilung

Die Meldepflicht gemäss Art. 56 KR weist folgende Eigenschaften auf: Alle Transaktionen (auch jene, deren Betrag CHF 100'000.– nicht überschreitet) sind zu melden;<sup>63</sup> sämtliche Aktienderivate mit oder ohne Realerfüllung sowie weitere «Finanzinstrumente jeder Art», die das Massgeblichkeits-Kriterium erfüllen, werden erfasst. Auch Leerverkäufe sind gemäss der hier vertretenen Meinung meldepflichtig. Durch dieses System werden, wie auch die Prüfung der Anwendbarkeit gezeigt hat, Hedging-Transaktionen durch Spitzenkräfte weitestgehend erfasst. Dies ist insofern entscheidend, als die Bestimmung von Art. 56 KR gerade darauf abzielt, Transaktionen von Managern im Zusammenhang mit eigenen Beteiligungspapieren transparent zu machen.

## V. Aktienrechtliche Vorschriften

Über die Anwendbarkeit der Meldepflichten des BEHG und des KR hinaus stellen sich im vorliegenden Kontext folgende Fragen: Verstösst eine Spitzenkraft, die mit Blick auf ihre aktienbasierte Vergütung Hedging-Transaktionen durchführt, gegen die aktienrechtliche Treuepflicht?<sup>64</sup> Lässt sich die Problematik des Hedging mit dem Instrument der Verantwortlichkeit lösen?

<sup>57</sup> Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 14 N 1.

<sup>58</sup> Während die Zuteilung von Beteiligungsrechten oder die Einräumung von Aktienoptionen auf arbeitsvertraglicher Basis oder als Vergütungsbestandteil von der Meldepflicht ausgenommen sind (vgl. Art. 7 RLMT), hält die RLMT ausdrücklich fest, dass «der Verkauf solcher Optionen oder der Verkauf der Aktien, seien diese direkt oder durch Ausübung solcher Optionen erworben worden», meldepflichtig sind (Art. 7 RLMT, letzter Satz).

<sup>59</sup> Vgl. Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 12 N 2.

<sup>60</sup> Vgl. auch Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 8–20.

<sup>61</sup> Vgl. Kommentar RLMT (FN 51), Rz. 14 N 1.

<sup>62</sup> Vgl. auch Kommentar RLMT (FN 51): «Im Zweifel ist diejenige Auslegungsvariante zu wählen, die dem Zweck der Offenlegung von Management-Transaktionen – Förderung der Informationsversorgung der Anleger – am besten gerecht wird» (Vorbemerkungen N 3).

<sup>63</sup> Daraus folgt, dass eine mögliche Umgehungsstrategie durch wiederholte, unterschwellige Transaktionen daran scheitert, dass zumindest die Gesellschaft und die Börse darüber informiert werden müssen.

<sup>64</sup> Eine ähnlich gelagerte Frage lautet: Verstösst ein Mitglied des Verwaltungsrates gegen die *Sorgfaltspflicht*, wenn es Hedging durch eine Spitzenkraft erlaubt bzw. kein ausdrückliches Verbot

## A. Grundzüge der Treuepflicht

Gemäss Art. 717 Abs. 1 OR sind die Mitglieder des Verwaltungsrates (und der Geschäftsleitung) verpflichtet, die Interessen ihrer Gesellschaft in guten Treuen zu wahren. Die Spitzenkräfte dürfen nichts tun oder unterlassen, was gegen die Gesellschaftsinteressen verstösst.<sup>65</sup> Die Frage der Treuepflicht stellt sich insbesondere dann, wenn ein Interessenkonflikt vorliegt. Besteht ein Interessenkonflikt zwischen einer Spitzenkraft und der Gesellschaft, bedeutet die Treuepflicht, dass die Spitzenkraft ihre eigenen Interessen und die Interessen von ihr nahe stehenden Personen hinter die Interessen der Gesellschaft zu stellen hat. Die Lehre unterscheidet zwischen leichten bzw. vorübergehenden Interessenkonflikten (Interessentangierungen) und schwerwiegenden Interessenkonflikten (Interessenkollisionen). Je nach Intensität des Interessenkonfliktes werden entsprechende Vorkehrungen gefordert, die von der Offenlegung des Interessenkonflikts über ein Stimmverbot für die betroffene Spitzenkraft bzw. die Enthaltung der betroffenen Spitzenkraft bei entsprechenden Beschlüssen und/oder deren Ausschluss von der Beratung bis hin zu deren Amtsniederlegung reichen.<sup>66</sup>

## B. Kein per se-Verstoss

Ein Teil der Lehre geht davon aus, dass die Absicherung aktienbasierter Entschädigung generell die Interessen der Gesellschaft verletzt und deshalb unzulässig ist.<sup>67</sup>

in den entsprechenden Vergütungsvertrag schreibt? Der Beitrag geht dieser Frage nicht weiter nach; allerdings ist ein Teil der nachfolgenden Überlegungen, *mutatis mutandis*, auch auf den Themenkomplex betreffend eine allfällige Sorgfaltspflichtverletzung anwendbar. Weiter sei an dieser Stelle – obwohl nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung – auf die Fragestellung hingewiesen, dass Hedging durch Spitzenkräfte allenfalls eine Verletzung der *arbeitsrechtlichen* Treuepflicht darstellen könnte. Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist, bei Vorliegen einer sog. Doppelstellung als Organ und Arbeitnehmer, getrennt zu prüfen, ob die organschaftliche Treuepflicht nach Art. 717 OR oder die arbeitsrechtliche Treuepflicht verletzt ist. Dass Bundesgericht geht in diesem Zusammenhang davon aus, dass in aller Regel «[...] die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht weiter geht als die arbeitsvertragsrechtliche» (BGE 130 III 213, E. 2.1 *in fine*); vgl. auch ROLAND MÜLLER, Der Verwaltungsrat als Arbeitnehmer, Zürich/Basel/Genf 2005, 279 f.

<sup>65</sup> Vgl. ERIC HOMBURGER, in: Zürcher Kommentar, Bd. V 5b, 2. Aufl., Zürich 1997, Art. 717 N 837 ff.; ROLF WATTER/KATJA ROTH PELLANDA, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, 3. Aufl., Basel 2008, Art. 717 N 15 ff.; ROLAND VON BÜREN/WALTER A. STOFFEL/ROLF H. WEBER, Grundriss des Aktienrechts, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2007, N 677 f.

<sup>66</sup> Zum Ganzen BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht (FN 31), § 13 N 633 ff.

<sup>67</sup> LEU, Variable Vergütungen (FN 1), 149 f. («Der Anreizeffekt einer variablen Entschädigung basiert gerade auf der Verknüpfung von Entschädigungshöhe und Performance; Absicherungen machen die Wirkung eines variablen Vergütungssystems zunichte. [...] Unabhängig davon, ob vertragliche Regelungen eine Absicherung von variablen Entschädigungen explizit verbieten, verstösst das Ergreifen von Hedging-Massnahmen gegen gesellschafts-[...]

Obwohl das Hedging bis zu einem gewissen Grad im Widerspruch zur Idee des zeitlichen Aufschubs von aktienbasierten Vergütungen (mittels Sperrfrist oder Vesting-Periode) steht,<sup>68</sup> kann u.E. nicht davon ausgegangen werden, dass das Hedging prinzipiell gegen die aktienrechtliche Treuepflicht verstösse. Folgende Gründe sprechen gegen diese Annahme:

- Die einfachste Variante des Hedging (Strategie 1) besteht darin, zuvor zugeteilten Aktien und Optionen, welche nicht mehr einer Sperrfrist oder Vesting-Periode unterliegen, zu verkaufen (bzw. im Rahmen einer «*exercise and sell*»-Transaktion zu veräussern). Selbst bei einer noch so extensiven Auslegung der aktienrechtlichen Treuepflicht ist grundsätzlich nicht davon auszugehen, dass diese einfachste Variante des Hedging einen in den sachlichen Anwendungsbereich von Art. 717 Abs. 1 OR fallenden Interessenkonflikt begründet.
- Unter dem Gesichtspunkt der aktienrechtlichen Treuepflicht ist Hedging nur dann als problematisch anzusehen, wenn die Herstellung von Anreizkompatibilität zu den vorrangig verfolgten Zielen der jeweiligen Vergütungsstruktur zählt. Verfolgt diese hingegen vorrangig andere Ziele, z.B. das Ziel der Bindung der Spitzenkräfte an die Gesellschaft, ist Hedging ein harmloser Vorgang, welcher die aktienrechtliche Treuepflicht nicht grundsätzlich tangiert.<sup>69</sup>
- Die Treuepflicht ist gemäss ausdrücklichem Gesetzeswortlaut am *Gesellschafts-*, nicht am *Aktionärs-*interesse zu messen.<sup>70</sup> Während die Interessen der Aktionäre naturgemäss auf einen Kapitalzuwachs ihrer Beteiligungen (Kurssteigerung plus Dividendenrendite) gerichtet sind,<sup>71</sup> geht ein überwiegender

rechtliche Treuepflichten. Das Absichern variabler Entschädigungen ist deshalb unzulässig»; auf LEU Bezug nehmend WATTER/MAIZAR, Executive Compensation (FN 1), 55 («executives must not be allowed to use financial engineering to hedge the risk that their shares or options decline in value. We think it possible to argue that hedging shares or options which are intended as incentives constitutes a breach of the general contractual fiduciary duty of an executive to his company. For safety's sake, a suitable provision should be explicitly agreed between the company and the executive»).

<sup>68</sup> Ähnlich PETER FORSTMOSER, Bemerkungen zur «Stellungnahme zum Entwurf Rundschreiben 2009/... Vergütungssysteme», von Prof. Dr. Rolf Sethe, Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, MLaw Franziska Bächler, vom 14. August 2009, 26. Oktober 2009, 5, abrufbar unter: [http://www.hawi.uzh.ch/Portal/Kapitalmarktrecht/CHKapitalmarktrecht/pfo\\_0910261714\\_01\\_.pdf](http://www.hawi.uzh.ch/Portal/Kapitalmarktrecht/CHKapitalmarktrecht/pfo_0910261714_01_.pdf).

<sup>69</sup> Das Bundesgericht hat anerkannt, dass die Bindung des Kaders an die Gesellschaft eine in der Geschäftspraxis vorrangig verfolgte Zielsetzung von variablen Vergütungsbestandteilen sein kann (vgl. Abschnitt II.B und dort zitierte Rechtsprechung). Hedging stellt indessen kein geeignetes Instrument dar, um diese konkrete Zielsetzung auszuhebeln.

<sup>70</sup> Vgl. RITA TRIGO TRINDADE, De devoir de fidélité des dirigeants de la société anonyme lors de conflits d'intérêt, SJ 1999, II, 390.

<sup>71</sup> Unterschiedliche Interessen zwischen den Aktionären können allenfalls mit Bezug auf die Zusammensetzung des Kapitalzuwach-



Teil der Lehre davon aus, dass das Gesellschaftsinteresse breit zu definieren ist und nicht mit reinen Aktionärsinteressen gleichgesetzt werden kann.<sup>72</sup> Nach schweizerischer Rechtsauffassung definieren die Aktionärsinteressen die Gesellschaftsinteressen somit zwar überwiegend, aber nicht ausschliesslich. Daraus erhellt, dass es Konstellationen geben kann, in denen eine zu enge Anbindung der Spitzenkräfte an die Aktionärsinteressen einer Ausrichtung der Tätigkeit der Spitzenkräfte am Gesellschaftsinteresse im Wege stehen kann, also auch hier ein gewisses Potential für Interessenkonflikte besteht.<sup>73</sup> Von diesem Blickwinkel betrachtet, kann Hedging als ein Instrument angesehen werden, welches es den Spitzenkräften ermöglicht, ein optimales «*alignment of interests*» mit dem Gesellschaftsinteresse herzustellen.

- Selbst wenn das Gesellschaftsinteresse und die (langfristigen) Aktionärsinteressen als deckungsgleich betrachtet werden, führt dies nicht zwangsläufig zu der Annahme, Hedging verstosse gegen die aktienrechtliche Treuepflicht. Es lässt sich ökonomisch plausibel erklären, dass Hedging im Interesse der Aktionäre sein kann (aktienbasierte Vergütung als Steuersparmodell).<sup>74</sup> Weiter kann argumentiert werden, die Möglichkeit für Spitzenkräfte, einen Teil ihrer aktienbasierten Vergütungen (sowie die

Risiken ihres firmenspezifischen Humankapitals) zu hedgen, verhindere, dass sie – um ihr Risiko zu diversifizieren – Handlungen auf Unternehmensebene ergreifen, die den Aktionärsinteressen zuwiderlaufen (z.B. Übernahmen tätigen, die nicht der Wertsteigerung, sondern der Diversifikation dienen, teures «*corporate*» Hedging durchführen, usw.).<sup>75</sup> Verträge, die ein gewisses Mass an Hedging zulassen, können insofern zu einer optimalen Berücksichtigung aller Interessen beitragen.

Aus den vorangegangenen Ausführungen erhellt, dass die Gleichsetzung «Hedging = Verletzung der Treuepflicht» nur sehr bedingt berechtigt ist. Aus praktischer Sicht ist davon auszugehen, dass sich eine entsprechende Beweisführung im Rahmen einer Verantwortlichkeitsklage äusserst schwierig gestalten würde. In diesem Sinne ist das Instrument der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit kaum als geeignet zu betrachten, um generell der Problematik des Hedging zu begegnen.

Dies bedeutet freilich nicht, dass dieses Instrument – im Sinne eines Umkehrschlusses – generell zu verwerfen wäre. Bei einer Reihe von spezifischen Hedging-Vorgängen kann *prima facie* die Vermutung gelten, es liege eine Verletzung der aktienrechtlichen Treuepflicht vor.

### C. Problematische Fälle

In verschiedenen Fällen des Hedging kommt es zu einer eigentlichen «Verdrehung» der Anreizstrukturen, so dass die Absicherung dem Grundgedanken von aufgeschobenen, aktienbasierten Vergütungen diametral zuwiderläuft. Diese Hedging-Strategien sind mit Blick auf die aktienrechtliche Treuepflicht problematisch.

- *Net-Short*: Führt das Hedging durch Spitzenkräfte im Ergebnis zu einer Net-Short Position, liegt eine diametrale Interessenkollision zwischen den privaten Vermögensinteressen der Spitzenkräfte und dem (wie auch immer definierten) Gesellschaftsinteresse vor. Dabei entsteht eine Art Nullsummenspiel zum Schaden der Gesellschaft. Hedging, welches zu einer Net-Short Position führt, ist aus diesen Gründen als unzulässig anzusehen.
- *Hedging von Vergütungsbestandteilen, die nur einer Sperrfrist unterliegen*: Bei Vergütungsbestandteilen, die ausschliesslich einer Sperrfrist unterliegen, kann – im Gegensatz zum Vorliegen einer Vesting-Klausel

ses (Kapitalgewinn vs. Dividendenausschüttung) wie auch auf die zeitliche Dimension (kurzfristig vs. langfristig) auftreten.

<sup>72</sup> Vgl. PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 3 N 27; ROLF H. WEBER, Insider v. Outsider in der Corporate Governance, in: Peter Forstmoser/Hans Caspar von der Crone/Rolf H. Weber/Dieter Zobl (Hrsg.), Corporate Governance, Symposium zum 80. Geburtstag von Arthur Meier-Hayoz, Zürich 2002, 81 ff.; PETER FORSTMOSER, Profit – das Mass aller Dinge?, Zur Aufgabe börsenkotierter Unternehmen, in: Festgabe zum Schweizerischen Juristentag, Zürich 2006, 55 ff.; *ders.*, Wirtschaftsrecht im Wandel, Erfahrungen aus vier Jahrzehnten, SJZ 2008, 139 ff.; BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht (FN 31), § 13 N 598 («Zwar ist die Aktiengesellschaft in Ausrichtung auf die Aktionärsinteressen zu leiten, es ist aber nach Schweizer Recht [und allgemein nach kontinentaleuropäischem Recht] unzulässig, eine vereinfachende Gleichsetzung «Gesellschaftsinteresse = Aktionärsinteresse» vorzunehmen. Eine Aktiengesellschaft ist keineswegs ausschliesslich ein Durchlauferhitzer für Aktionäre, und zwar weder wirtschaftlich noch rechtlich»). Vgl. aber BSK OR-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 16, 37 für eine Position, die näher am Shareholder-Value-Ansatz liegt.

<sup>73</sup> Zu denken ist etwa an Situationen, in denen voll diversifizierte Aktionäre Druck auf das Management einer Gesellschaft ausüben, eine risikoreiche Geschäftspolitik zu verfolgen, welche die Interessen anderer Anspruchsgruppen (Gläubiger, Belegschaft, Behörden, usw.) nur ungenügend berücksichtigt.

<sup>74</sup> Vgl. Abschnitt I.B und dort zitierte Literatur. Vgl. auch ALBERTO BISIN/ADRIANO A. RAMPINI/PIERO GOTTARDI, Managerial Hedging and Portfolio Monitoring, Journal of the European Economic Association 2008, 158 ff., argumentierend, dass nicht alle Hedging-Aktivitäten unerwünscht sind; sofern aktienbasierte Vergütungen steuerliche Vorteile im Vergleich zu Barzahlungen aufweisen, kann es im Interesse der Aktionäre sein, den Spitzenkräften Vergütungen mit einem (übermässig) hohen Anteil an aktienbasierten Elementen zu gewähren, bei gleichzeitigem, partiellem Hedging (190).

<sup>75</sup> Vgl. HUASHENG GAO, anhand eines formalen Modells zeigend, dass für eine risikoaverse Spitzenkraft Hedging der persönlich gehaltenen Aktien der Gesellschaft und Diversifizierung auf Unternehmensebene Substitute darstellen und dass demzufolge Spitzenkräfte, die ihre aktienbasierten Vergütungen leichter hedgen können, eine geringere Anzahl von (für Aktionärsinteressen schädliche) Diversifizierungsprojekte initiieren (Optimal Compensation Contracts When Managers Can Hedge, Journal of Financial Economics 2010 [erscheint demnächst]).



– von vornherein ausgeschlossen werden, dass sie der Bindung der Spitzenkräfte an die Gesellschaft dienen. Ein solcher Fall würde somit zumindest den Anfangsverdacht nahelegen, es liege eine Verletzung der aktienrechtlichen Treuepflicht vor, da ein Hedging die mit den gesperrten Vergütungsbestandteilen verknüpfte Anreizkompatibilität beeinträchtigt bzw. verzerrt.

- *Hedging von Vergütungsbestandteilen, die einem Performance-Based Vesting unterliegen* (sofern die Vesting-Bedingungen an den Aktienkurs absolut oder relativ zu einem Benchmark gekoppelt sind): Bei Vergütungsbestandteilen, die einem Performance-Based Vesting unterstehen, kann angenommen werden, dass sie (auch) der Bindung der Spitzenkräfte an die Gesellschaft dienen. Stünde diese Zielsetzung allerdings alleine im Vordergrund, so könnte sie auch mit der einfachen Variante des Time-Based Vesting erreicht werden. Fällt nun die Wahl einer Gesellschaft auf eine Vergütungsstruktur mit Performance-Based Vesting (in der verfeinerten aktienbezogenen Variante), lässt sich vermuten, dass die Herstellung von Anreizkompatibilität ein zusätzliches vorrangig verfolgtes Ziel dieser Struktur darstellt. Auf dieser Grundlage wäre Hedging solcher Vergütungsbestandteile als grundsätzlich problematisch zu betrachten.

## VI. Schlussbetrachtung

Der vorliegende Beitrag befasst sich mit Hedging-Transaktionen durch Spitzenkräfte, welche dazu dienen können, die in Vergütungsverträge eingebauten Anreize nachträglich ausser Kraft zu setzen. Der Beitrag analysiert, dass derartige Hedging-Transaktionen weitgehend durch die geltenden börsenrechtlichen Meldepflichten – insbesondere durch Art. 56 KR und die entsprechende RLMT – erfasst werden. Zweitens zeigt der Beitrag auf, dass nicht generell von der Annahme ausgegangen werden kann, Hedging durch Spitzenkräfte verstosse gegen aktienrechtliche Treuepflichten und dass demzufolge die aktienrechtliche Verantwortlichkeit kein geeignetes Instrument darstellt, um generell dieser Problematik zu begegnen.

Aus diesen Argumenten ergeben sich einige Schlussfolgerungen rechtspolitischer Natur: Einerseits unterstreicht der Beitrag den Stellenwert des Systems der Offenlegung von Management-Transaktionen als ein wichtiges Instrument zur Herstellung von Transparenz im schweizerischen Kapitalmarkt<sup>76</sup> und liefert Argu-

mente dafür, dieses System – unter Berücksichtigung allfälliger Mehrkosten für die betroffenen Gesellschaften – weiter zu stärken.<sup>77</sup> Andererseits macht er deutlich, dass aufgrund der aufgezeigten Defizite des Mechanismus' der Verantwortlichkeit im Zusammenhang mit der Hedging-Problematik flankierende Massnahmen erforderlich sind, um das Ziel der Herstellung von Anreizkompatibilität zu erreichen. Zu diesen Massnahmen gehören namentlich:

- 1) der Erlass von Vergütungsreglementen und Regelungen betreffend den Handel mit eigenen Papieren, welche problematische Hedging-Varianten explizit untersagen (sog. «*anti-hedging policies*»), sowie allgemein das Unterstreichen der institutionellen Eigenschaft des Verwaltungsrates als «Wächterorgan» für die Aktionärsinteressen.<sup>78</sup>
- 2) die Einführung einer Pflicht zur Offenlegung der Tatsache, ob die Gesellschaft ihren Spitzenkräften erlaubt, Hedging-Transaktionen durchzuführen;<sup>79</sup> dies könnte grundsätzlich über eine entsprechende Ergänzung der bestehenden gesetzlichen Vorgaben zur Offenlegung von Vergütungen gemäss Art. 663b<sup>bis</sup> OR bzw. der Vorgaben gemäss der Richtlinie betr. Infor-

lichung) der Bank oder des Effektenhändlers, der die Transaktion durchgeführt hat (SIX Exchange Regulation, Vernehmlassung über einen Entwurf zur Revision von Artikel 56 des Kotierungsreglements von SIX Exchange Regulation betreffend die Offenlegung von Management-Transaktionen, 13. April 2010, abrufbar unter [http://www.six-exchange-regulation.com/download/regulation/vernehmlassung\\_art56lr\\_de.pdf](http://www.six-exchange-regulation.com/download/regulation/vernehmlassung_art56lr_de.pdf)).

<sup>77</sup> Aus rechtsvergleichender Sicht stellt FELLER (Offenlegung [FN 49], 323 ff.) fest, dass insbesondere die Regeln im Vereinigten Königreich über die Bestimmungen in der Schweiz hinaus gehen: Gemäss Regelung im Vereinigten Königreich und im Gegensatz zur Regelung in der Schweiz unterstehen Verpfändungen («pledge, mortgage or charge») von Aktien des Emittenten durch meldepflichtige Personen in gleicher Weise der Offenlegung wie der Handel mit Aktien (328); «im Gegensatz zur Regelung in der Schweiz [können] nicht nur der Emittent selber, sondern auch die entsprechenden Führungspersonen (und auch die mit ihr verbundenen Personen) persönlich zur Rechenschaft gezogen werden [...]. Dabei sind im Extremfall Bussen in unlimitierter Höhe vorgesehen» (330).

<sup>78</sup> Vgl. PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001, § 6 N 91 ff.; OLIVER E. WILLIAMSON, Corporate Boards of Directors: A Dual-Purpose (Efficiency) Perspective, Working Paper, University of California at Berkeley, October 2006.

<sup>79</sup> Vgl. Section 955 des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Pub.L. 111–203, H.R. 4173), welche eine neue Section 14(j) des Securities Exchange Act einführt, die von der SEC verlangt, Regeln zu erlassen, wonach börsenkotierte Unternehmen inskünftig in ihren Geschäftsberichten offen legen müssen, ob Mitarbeitende aufgeschobene, aktienbasierte Vergütungen hedgen dürfen («whether any employee or member of the board of directors of the issuer [...] is permitted to purchase financial instruments (including prepaid variable forward contracts, equity swaps, collars, and exchange funds) that are designed to hedge or offset any decrease in the market value of equity securities [of the issuer] [...]). Section 955 verlangt allerdings keine Offenlegung der eigentlichen Hedging-Transaktionen.

<sup>76</sup> Die SIX Exchange Regulation hat am 13. April 2010 folgende Vorschläge zur Revision von Art. 56 KR bekanntgegeben: Aufhebung des Grenzwerts von CHF 100'000.–; Veröffentlichung von Meldungen während drei Jahren; Meldung (ohne Veröffent-

mationen zur Corporate Governance der SIX (insbesondere Ziff. 5 des Anhangs) geschehen.<sup>80</sup>

3) Monitoring-Massnahmen durch institutionelle Anleger innerhalb und ausserhalb der Generalversammlung<sup>81</sup> sowie die Reputation, welche Anreizkompatibilität durch freiwillige Verhaltenssteuerung herzustellen vermag<sup>82</sup> – beides Mechanismen des sog. *private ordering*, die sich auf die Informationen abstützen können, welche über die kapitalmarktrechtliche Institution der Offenlegung von Management-Transaktionen den Wirtschaftsakteuren zugänglich gemacht werden.

---

<sup>80</sup> Zur gegenwärtigen Rechtslage in Bezug auf die Offenlegung von Vergütungen vgl. WEBER/HUBER, Offenlegung von Managemententschädigungen (FN 49), 99 ff.; BSK OR-WATTER/MAIZAR, Art. 663b<sup>bis</sup> N 1 ff. Für eine Betrachtung *de lege ferenda* vgl. KARIM MAIZAR, Offenlegung von Vergütungen bei börsenkotierten und nicht börsenkotierten Aktiengesellschaften, GesKR Sondernummer 2008, 104 ff.

<sup>81</sup> Vgl. DOMINIQUE BIEDERMANN/DANIEL DAENIKER, Pro & Contra: Soll die Generalversammlung Managersaläre genehmigen?, GesKR 2008, 142 ff.

<sup>82</sup> Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 2000, 239 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE/TATJANA LINDER, Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zwischen Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 723 ff.