



## V. Ergebnis

Schrifttum und Praxis bemühen sich seit Jahren, in der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung Schlupflöcher zu entdecken, die es erlauben, von einem Regress gegen pflichtwidrig handelnde Organmitglieder abzusehen. Der Fall *Breuer* hat abermals gezeigt, dass diese Versuche oft selbst dann nicht zu befriedigenden Ergebnissen führen, wenn in der Sache ein vollständiger Rückgriff unangemessen erscheint. Die Praxis behilft sich in dieser Situation damit, dass sie die gerichtliche Kontrolle der Verfolgungsentscheidung über die Konstruktion weiter Ermessensspielräume auszuhebeln sucht oder sich auf vermeintliche Ausnahmen von der Verfolgungspflicht beruft. Ein methodenehrlicher Weg, der den Akteuren überdies auch die ökonomisch richtigen Verhaltensanreize setzt, kann darin liegen, nicht die Verfolgungspflicht als solche zu re-

lativieren, sondern nur die Regresshöhe. Eine dogmatische Basis findet diese Lösung in der gesellschaftlichen Fürsorgepflicht; eine inhaltliche Ausfüllung findet sie in einem Wertungstransfer aus den Grundsätzen betrieblich veranlasseter Tätigkeit. In der näheren Ausgestaltung dieses Ansatzes bleibt noch viel zu tun. Insbesondere wird zu präzisieren sein, unter welchen Voraussetzungen und in welchem Maße eine Regressminderung erfolgen darf. Überdies wird die Frage zu klären sein, ob dem Aufsichtsrat bei der Festlegung der Regresshöhe ein Ermessensspielraum zuzubilligen ist. Es könnte lohnend sein, nähme sich die Wissenschaft der Aufgabe an, zu diesem Zweck die jahrzehntelang vernachlässigte gesellschaftliche Fürsorgepflicht mit Leben zu füllen, anstatt weiter im Kaffeesatz der ARAG/Garmenbeck-Entscheidung zu suchen, was dort nicht zu finden ist.

*Dr. Christian Renn / Akad. Rat a.Z. Dr. Christoph Andreas Weber / RA Dr. Georg G. Gotschev,  
München/Zürich\**

## Beteiligungstransparenz und dynamisches Hedging

### Zur Frage einer Delta-Adjustierung der Meldepflichten

*Die im Fall Continental/Schaeffler zum verdeckten Beteiligungsaufbau verwendeten und aus der einschlägigen Literatur mittlerweile sattem bekanntem cash-settled Equity Swaps sind nur die Spitze eines Eisbergs, der sich unter der Oberfläche der Diskussion zur Beteiligungstransparenz abzeichnet. Wer das Problem des verdeckten Beteiligungsaufbaus über Finanzinstrumente allgemein und systematisch angehen will – wie es der Gesetzgeber mit der neuen Vorschrift des § 25a WpHG versucht –, muss seinen Blick auf die Theorie und Praxis des „Hedging“ richten, bei dem die optionspreistheoretischen Kennziffern („Greeks“), insbesondere Delta und Gamma, eine entscheidende Rolle spielen. Der vorliegende Beitrag verfolgt das Anliegen, einen Einblick in die zugrunde liegenden Zusammenhänge zu geben, dadurch das Verständnis des § 25a WpHG zu erleichtern und schließlich Gestaltungsmöglichkeiten de lege ferenda aufzuzeigen. Die rechtspolitische Perspektive ist angesichts des Entwurfs der EU-Kommission für eine Änderung der Transparenzrichtlinie nach wie vor hoch aktuell. Darüber hinaus wird dargelegt, dass auch im Rahmen von § 25a WpHG Umgehungsversuche zu befürchten sind.*

## I. Einleitung

Dem Blick auf die unter der Wasseroberfläche schimmernden Teile des soeben angesprochenen Eisbergs muss eine kurze Beschreibung seiner Spitze vorangehen, obwohl sie bereits in einer Vielzahl von Beiträgen dargestellt worden ist. Der Schlüssel für das erfolgreiche Anschleichen manövrieren von Schaeffler an die Continental AG lag im Abschluss sog. cash-settled Total Return Equity Swaps über 28 % der Continental-Aktien.<sup>1</sup> Dabei handelte es sich um Finanzinstrumente,<sup>2</sup> die einen Aktienerwerb auf „synthetischem“ Weg nachbilden, aber keine Lieferung der zugrunde liegenden Aktien („Referenzaktien“)<sup>3</sup>, sondern nur einen Geldausgleich vorsehen.<sup>4</sup> Da die als Stillhalter fungierenden Banken („Stillhalter“) ihrerseits im wirtschaftlichen Gesamtergebnis keine der Swap-Position von Schaeffler korrespondierende Short-Position über 28 % der Continental-Aktien eingehen wollten, mussten sie ihr Risiko aus den Swap-Geschäften „hedgen“. Zu diesem Zweck erwarben sie Gegenpositionen in Continental-

\* Dr. Christian Renn ist nach seiner Promotion zum kapitalmarktrechtlichen Meldewesen (s. folgende Fn.) als Jurist bei einer Bank tätig und vertritt im vorliegenden Beitrag lediglich seine private Rechtsauffassung; Dr. Christoph Andreas Weber ist Akad. Rat a.Z. und Habilitand am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Unternehmensrecht (Prof. Dr. Mathias Habersack) der LMU. Dr. Georg Gotschev ist als Rechtsanwalt in Zürich auf die börsenrechtliche Meldepflicht spezialisiert.

1 Renn, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 182 ff.; Weber/Meckbach, BB 2008, 2022; Habersack, AG 2008, 817; Seibt, ZGR 2010, 795 (811); Möritz, ZvgIRWiss 109 (2010), 94 (103 ff.); jeweils mit Hinweis darauf, dass Schaeffler neben den Swaps auch ca. 3 % der Aktien sowie Optionsrechte über weitere ca. 5 % der Aktien erworben hatte.  
2 Die nunmehr in die §§ 25, 25a WpHG aufgenommenen „sonstigen Instrumente“ werden jeweils nicht gesondert erwähnt, da sie vorliegend keine Rolle spielen.  
3 Diesen Begriff verwenden etwa Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454 (493).  
4 Weber/Meckbach, BB 2008, 2022; Schiessl, Der Konzern 2009, 291 (292).

Aktien oder anderen Derivaten auf Continental-Aktien.<sup>5</sup> Als Schaeffler die Swap-Geschäfte kündigte, entstand für die Banken eine – ebenfalls wirtschaftlich von ihnen nicht gewollte – Long-Position über 28 % der Aktien, die mit einem entsprechenden Verkaufsdruck auf ihrer Seite einherging. Als gleichsam „natürlicher“ Käufer dieser – an der Börse nur mit erheblicher Zeitverzögerung und Kursverlusten veräußerbaren – Aktien stand Schaeffler bereit, wobei der Aktienankauf über das von Schaeffler unterbreitete freiwillige Übernahmeangebot abgewickelt wurde.<sup>6</sup> Es waren also die von den Banken zu Hedgingzwecken gehaltenen Aktien, auf die Schaeffler faktisch Zugriff hatte und von denen erwartet werden konnte, dass die mit ihnen verbundenen Stimmrechte in einer Hauptversammlung jedenfalls nicht gegen die Interessen von Schaeffler ausgeübt worden wären.<sup>7</sup> Neben Total Return Equity Swaps gibt es, wie eingangs angedeutet, eine Vielzahl weiterer Finanzinstrumente, die sich ebenfalls auf Aktien beziehen und einen Vertragspartner an deren Wertentwicklung partizipieren lassen. Auch diese lassen sich allerdings nicht ohne eine Gegenpartei begründen, die eine gegenläufige Risikoposition übernimmt und diese wiederum nahe liegender Weise durch den Erwerb von Aktien oder in anderer Weise „hedgen“ wird.

Der Hedging-Mechanismus ist die Verbindung oder, wie *Fleischer/Schmolke* formulieren, das „teleologische Band“ zwischen der auf die Aufdeckung von Stimmrechtseinfluss zielenden Meldepflicht und der Erfassung von – an sich stimmrechtslosen – Finanzinstrumenten.<sup>8</sup> Deshalb sollte seine genauere Erfassung im Zentrum der Diskussion zur melderechtlichen Behandlung von Finanzinstrumenten stehen. Damit zeigt sich zugleich, dass das Thema des vorliegenden Beitrags keineswegs nur ein „technisches Detail“ der Ausgestaltung der §§ 25, 25a WpHG ist, sondern vielmehr die Grundlagen dieser Vorschriften betrifft.

<sup>5</sup> *Seibt*, ZGR 2010, 795 (811 f.); *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022; *Möritz*, ZvGRWiss 109 (2010), 94 (103 ff.); jeweils mit Hinweis darauf, dass die Struktur im Detail so aufgebaut war, dass Schaeffler mit Merrill Lynch einen Swap über 28 % abschloss und Merrill Lynch teils Aktien anschaffte und teils ihrerseits das Risiko durch vergleichbare Swap-Geschäfte an andere Banken weitergab.

<sup>6</sup> *Seibt*, ZGR 2010, 795 (811); *Möritz*, ZvGRWiss 109 (2010), 94 (105) mit Hinweis darauf, dass Schaeffler aufgrund des Übernahmeangebots im Ergebnis sogar ca. 90 % der Continental-Aktien erwarb, obwohl ein geringerer Anteil angestrebt war; zu den Schwierigkeiten eines Verkaufs der zu Hedgingzwecken gehaltenen Aktien an der Börse vgl. *Schiessl*, Der Konzern 2009, 291 (294); zum Verkaufsdruck nach Kündigung der Swaps und dem Anreiz zum (vorher nicht vereinbarten) „physischen“ Settlement allgemein *Baums/Sauter*, ZHR 173 (2009), 454 (458).

<sup>7</sup> Vgl. allgemein *Möritz*, ZvGRWiss 109 (2010), 94 (98). Ein Gegenbeispiel, bei dem die Stimmrechte gegen die Interessen der Swap-Gegenpartei ausgeübt wurden, schildert *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 122 ff. Nach einer Untersuchung der FSA (Consultation Paper 07/20, Annex 4, S. 20 f., 25) versuchen Swap-Inhaber durchaus, auf das Stimmverhalten der Stillhalterbanken Einfluss zu nehmen. Diese gaben überwiegend an, keine Weisungen zu akzeptieren (womit nicht gesagt ist, dass sie die Interessen ihrer Vertragspartner nicht in ihre Entscheidung einfließen lassen) oder nicht abzustimmen (was im Interesse des Vertragspartners liegen kann), vgl. *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022 (2028 f.).

<sup>8</sup> Vgl. *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846 (853).

## II. Theorie und Praxis des Hedging im Überblick

### 1. Statisches Hedging, insbesondere beim Total Return Equity Swap

Bei den im Fall „Continental/Schaeffler“ verwendeten Total Return Equity Swaps gestaltet sich das Hedging besonders einfach: Der Swap bildet die Wertentwicklung der zugrunde liegenden Aktie eins zu eins nach.<sup>9</sup> Der Stillhalter geht je Kontrakt<sup>10</sup> eine short-Position über eine Aktie ein, die er durch Anschaffung von jeweils einer Aktie glattstellen kann,<sup>11</sup> was durchaus der Praxis entspricht, wie sich am Fall „CSX/TCI“ belegen lässt.<sup>12</sup> Alternativ kann er sein Risiko auch – wie es teilweise im Fall Continental/Schaeffler geschehen ist – durch Abschluss vergleichbarer Swap-Geschäfte mit weiteren Stillhaltern abdecken, die dann oftmals ihrerseits Aktien anschaffen werden.<sup>13</sup> In beiden Fällen kann die zur Risikoabdeckung aufgebaute Gegenposition während der gesamten Laufzeit des Swap-Geschäfts unverändert bleiben, so dass von „statischem“ Hedging („*hedge-and-forget*“) gesprochen werden kann.<sup>14</sup>

### 2. Dynamisches Hedging

#### a) Überblick: Die „Dynamik“ des dynamischen Hedging

Etwas komplizierter liegen die Dinge bei Finanzinstrumenten, die Optionen sind oder solche beinhalten. Dies soll am Beispiel einer europäischen Call-Option verdeutlicht werden. Der Inhaber einer solchen Kaufoption hat das Recht, am Ende ihrer Laufzeit die Referenzaktie zu einem vorher festgelegten Basispreis zu beziehen (sog. „long call“).<sup>15</sup> Eine solche Option vollzieht die Kursbewegungen der Referenzaktie (anders als ein Total Return Equity Swap) nicht notwendig eins zu eins nach, sondern ihre Reaktion auf Änderungen des Aktienkurses hängt von verschiedenen Einflussfaktoren ab, v.a. vom jeweils aktuellen Aktienkurs, vom Basispreis und von der Restlaufzeit der Option. Deshalb kann der Stillhalter nicht einfach (wie beim o.g. statischen Hedging) je Optionskontrakt eine Aktie erwerben, sondern die Zahl der zum Hedging benötigten Aktien kann sich täglich ändern. Der Stillhalter muss also laufend die Zahl der zur Glattstellung seiner Position benötigten Aktien errechnen und entsprechende Zu- oder Verkäufe durchführen. Er verfolgt damit eine „dynamische“ Hedgingstrategie.<sup>16</sup>

<sup>9</sup> Vgl. die Nachw. in Fn. 4.

<sup>10</sup> Im gesamten Beitrag wird jeweils ein Bezugsverhältnis von 1 unterstellt; in der Praxis muss ggf. eine Bereinigung um ein abweichendes Bezugsverhältnis vorgenommen werden.

<sup>11</sup> *Baums/Sauter*, ZHR 2009, 454 (458); vgl. zum Hedging ferner *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681; *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477 (1478).

<sup>12</sup> Vgl. die Darstellung von *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 298 f.

<sup>13</sup> Vgl. *Schiessl*, Der Konzern 2009, 291 (292 ff.).

<sup>14</sup> *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 361.

<sup>15</sup> S. statt aller *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 64 f.; *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 6 ff., 179 ff.

<sup>16</sup> Eingehend *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 360 ff.



Wie viele Aktien zum Hedging benötigt werden, ergibt sich daraus, wie stark der Optionswert auf Kursschwankungen der Referenzaktie reagiert: Wenn z.B. eine Kurssteigerung der Aktie um einen Euro zu einem Wertanstieg der Call-Option um 50 Cent führt, dann erleidet die Gegenpartei auf ihre korrespondierende Stillhalterposition einen Verlust von ebenfalls 50 Cent. Diesen Verlust kann sie kompensieren, indem sie zu Hedging-Zwecken für je zwei Optionskontrakte eine Aktie hält.<sup>17</sup> Für das Hedging ist es daher essentiell zu wissen, wie stark der Optionswert auf Änderungen des Kurses der Referenzaktie reagiert. Dies wird durch die Kennziffer „Delta“ angegeben, die für die Sensitivität des Optionswerts gegenüber dem Kurs der Referenzaktie steht.<sup>18</sup> Mathematisch formuliert, handelt es sich bei Delta um die partielle Ableitung der (aus einem Optionspreismodell wie dem *Black-Scholes-Merton-Modell* entnommenen) Optionspreisfunktion<sup>19</sup> nach dem Kurs der Referenzaktie.<sup>20</sup>

### b) Das *Black-Scholes-Merton-Modell*

Bahnbrechend in der Bewertung von Optionen, und damit auch in der Berechnung des Delta, war das Modell von *Black, Scholes* und *Merton*<sup>21, 22</sup>. Daneben existieren weitere Bewertungsverfahren.<sup>23</sup> Das *Black-Scholes-Modell* ist allerdings so omnipräsent, dass es bereits kurz nach seiner Publikation in handelsübliche Taschenrechner programmiert wurde. Es lässt sich zudem problemlos als Funktion in Tabellenkalkulationsprogrammen wie MS-Excel umsetzen, und es gibt zahlreiche kostenlose „*Black-Scholes-Rechner*“ im Internet.<sup>24</sup> Mit anderen Worten, die Berech-

nung der Kennzahlen einer Option erfordert längst keine Spezialkenntnisse in Finanzmathematik mehr, und auch ihre Interpretation ist keine Geheimwissenschaft.

In die Optionspreisberechnung nach dem *Black-Scholes-Merton-Modell* fließen neben dem Aktienkurs und dem Basispreis der Option verschiedene weitere Parameter ein, namentlich die Restlaufzeit der Option, der Zinssatz für risikolose Anlagen am Kapitalmarkt, die angenommene Volatilität der Referenzaktie sowie (bei Einbeziehung von Erweiterungen des Modells) die auf sie gezahlte Dividende.<sup>25</sup> Die Volatilität der Referenzaktie ist ein Maß für das ihr eigene Risiko von Kursschwankungen. Je höher sie ist, desto höher ist die Chance, dass die Option ausgeübt werden kann, und desto mehr ist diese wert. Eine hohe Volatilität wirkt sich also positiv auf den Wert der Option aus. Während die anderen Einflussfaktoren direkt beobachtbar sind, ist die Volatilität nur abzuschätzen. Zwar lässt sie sich für die Vergangenheit berechnen, doch hängt das Ergebnis dieser Berechnungen zum einen von verschiedenen Annahmen ab, u.a. ob man zur Berechnung tägliche, stündliche, oder noch hochfrequentere Daten verwendet. Zum anderen ist wirtschaftlich nicht die beobachtbare historische Volatilität von Bedeutung, sondern die erwartete künftige Volatilität. Sie kann allerdings nicht nur geschätzt, sondern auch aus den tatsächlich am Markt stattfindenden Optionsgeschäften (und den insoweit gezahlten Prämien) als sog. implizite Volatilität abgeleitet werden. Mit jeder Einigung über eine Optionsprämie bringen die Marktteilnehmer mittelbar die von ihnen zugrunde gelegte Volatilität der Referenzaktie zum Ausdruck.<sup>26</sup>

### c) Die Kennziffern Delta und Gamma auf der Grundlage des *Black-Scholes-Merton-Modells*

Aus der Optionspreisformel des *Black-Scholes-Merton-Modells* lässt sich die Sensitivität des Optionswerts gegenüber dem Kurs der Referenzaktie, mithin die Kennziffer Delta, ableiten.<sup>27</sup> Sie kann ebenfalls mit vielen der o.g. kostenlosen Rechner im Internet bestimmt werden.<sup>28</sup> Ein Delta-Wert von eins bedeutet, dass der Optionswert auf eine Steigerung des Aktienkurses um einen Euro mit einer Steigerung in gleicher Höhe reagiert. Die Option vollzieht die Kursbewegungen der Aktie also eins zu eins nach. Ein Delta von 0 hingegen bedeutet, dass die Option gar nicht auf Kursschwankungen reagiert. Dies kommt in der Theorie nicht, in der Praxis bei Optionen vor, die weit aus dem Geld sind und kurz vor Verfall. M.a.W. geht der Markt (und das Optionspreismodell) davon aus, dass eine Option

17 Steigt der Aktienkurs um einen Euro, so gleicht der Kursgewinn auf die Aktien den Verlust auf die Stillhalterposition für zwei Aktien (im Modell) exakt aus. Ein etwaiger Kursverlust der Aktie um einen Euro wird hingegen dadurch neutralisiert, dass aus der Stillhalterposition für zwei Aktien ein Gewinn von einem Euro resultiert.

18 *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, S. 360 f.; *Renn, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen*, Zürich 2010, S. 71 f.

19 S. zur Optionspreisfunktion nach dem *Black-Scholes-Merton-Modell* Fn. 22.

20 *Renn, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen*, Zürich 2010, S. 71 f.; *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, S. 360 f. Bei Heranziehung der *Black-Scholes-Merton-Formel* (s. unten Fn. 22) beträgt das Delta eines europäischen Call  $N(d_1)$ , *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, S. 362; zur Bedeutung der Buchstaben s. Fn. 22.

21 Grundlegend *Black/Scholes*, *Journal of Political Economy* 81 (1973), 637 ff.; dazu mit Herleitung und Hinweisen auf die zugrunde liegenden Annahmen *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, S. 277 ff.; s. ferner *Tietze, Einführung in die Finanzmathematik*, 8. Aufl. 2006, S. 387 ff. und *Renn, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen*, Zürich 2010, S. 68 ff.

22 Der Optionspreis eines europäischen Calls auf eine Aktie beträgt  $c = S_0 N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$ ; dabei ist  $d_1 = (\ln(S_0/K) + (r + 0,5\sigma^2)T) / (\sigma\sqrt{T})$  und  $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$ ;  $S_0$  steht für den Kurs der Referenzaktie,  $N$  für die Dichtefunktion der Standardnormalverteilung;  $K$  für den Basispreis der Option,  $r$  für den kurzfristigen risikolosen Marktzinssatz (auf der Grundlage stetiger Verzinsung),  $\sigma$  für die angenommene Volatilität der Aktienrendite in % p.a. und  $T$  für die Restlaufzeit der Option in Jahren; die Dividende wird vernachlässigt (erweiterte Modelle beziehen sie mit ein); *Tietze, Einführung in die Finanzmathematik*, 8. Aufl. 2006, S. 387 ff.; *Renn, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen*, Zürich 2010, S. 68 ff. und *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, S. 291.

23 *Tietze, Einführung in die Finanzmathematik*, 8. Aufl. 2006, S. 387.

24 Vgl. etwa die dem Standardwerk von *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, beiliegende Excel-Datei sowie das Angebot einer kleineren US-amerikanischen Universität unter <http://www.math.drexel.edu/~pg/fin/VanillaCalculator.html> (zuletzt abgerufen 18.5.2012).

25 S. oben Fn. 22.

26 Zu Bedeutung und Bestimmung der Volatilität eingehend *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, S. 282 ff., 296 f.

27 Im *Black-Scholes-Merton-Modell* errechnet sich Delta als  $N(d_1)$ ; *Hull, Options, Futures and other Derivatives*, 7. Aufl. 2009, S. 362; zur Bedeutung der Buchstaben s. oben Fn. 22.

28 Vgl. etwa den o.g. Rechner unter <http://www.math.drexel.edu/~pg/fin/VanillaCalculator.html> (zuletzt abgerufen 18.5.2012).

mit einem Delta von 1 sicher ausgeübt wird, eine Option mit einem Delta von 0 jedoch sicher nicht ausgeübt wird. Je wahrscheinlicher also die Ausübung der Option, desto höher der absolute Wert des Delta. Dies sind Extrembeispiele, dazwischen liegt ein Kontinuum möglicher Delta-werte.<sup>29</sup>

Für die Berechnung der Kennziffer Delta sind vor allem der jeweilige Aktienkurs, der Basispreis der Option und ihre Restlaufzeit von Bedeutung. Aber auch die übrigen Eingangswerte des *Black-Scholes-Merton*-Modells fließen in die Errechnung des Delta-Werts ein, also etwa die angenommene Volatilität der Aktie.<sup>30</sup> Weil sich die Restlaufzeit der Option denkwürdig täglich ändert und der Aktienkurs Schwankungen unterliegt, verändert sich der Delta-Wert einer Option mit der Zeit. Dabei lässt sich die Sensitivität des Delta einer Option für Kursschwankungen der Referenzaktie (also die „Änderung der Änderung“ des Optionspreises in Abhängigkeit vom Aktienkurs) mit der Kennziffer „Gamma“ quantifizieren, die umso höher ist, „je ungewisser es ist, ob eine Option im Geld oder aus dem Geld endet“.<sup>31</sup> Es handelt sich, mathematisch formuliert, um die zweite partielle Ableitung der Optionspreisfunktion nach dem Kurs der Referenzaktie.<sup>32</sup>

#### d) Dynamisches (Delta-)Hedging

Mit Hilfe der Kennziffer Delta kann ein Marktteilnehmer berechnen, wie viel seine Optionsposition bei kleineren Kursbewegungen der Referenzaktie an Wert gewinnt oder verliert.<sup>33</sup> Daraus lässt sich ableiten, wie viele Aktien (oder ggf. auch Derivate) er halten muss, um das Kursrisiko jeweils vollständig abzudecken, m.a.W.: damit sein Portfolio Delta-neutral ist. So muss etwa der Stillhalter einer Call-Option deren Delta lediglich mit der Zahl der Kontrakte multiplizieren; dadurch erhält er das sog. „Delta-Äquivalent“ seiner Position in Aktien.<sup>34,35</sup> Liegt der Del-

ta-Wert der Call-Option etwa bei 0,5, so kann der Stillhalter seine Position absichern, indem er für jede Option auf zwei Aktien jeweils eine Aktie hält.

Bei einem Delta-Wert von eins gestaltet sich das Hedging wesentlich einfacher: Der Stillhalter muss in diesem Fall für jeden Optionskontrakt eine Aktie vorhalten, um das Kursrisiko abzudecken. Ebenso verhält es sich mit sog. „Delta-1-Derivaten“ wie dem Total Return Equity Swap, wobei die Hedging-Position bei solchen Derivaten konstant bleiben kann, weil der Delta-Wert keinen Schwankungen unterworfen ist.<sup>36</sup> In Bezug auf die Hedging-Praxis ist der Total Return Equity Swap damit ein vergleichsweise einfach zu handhabendes Derivat mit einem konstant bei eins liegenden Delta-Wert.

Demgegenüber lässt sich bei Optionspositionen ein Delta-neutrales Portfolio jeweils nur für einen kurzen Zeitpunkt erreichen, weil sich der Delta-Wert in Abhängigkeit von verschiedenen Einflussfaktoren verändert. Wie schnell ein Marktteilnehmer seine Hedgingposition an Änderungen des Aktienkurses anpassen muss (mithin wie dynamisch das Hedging ausfallen muss), kann er aus dem Gamma-Wert der Option ableiten.<sup>37</sup>

#### e) Beispiel und graphische Darstellung

Die Zusammenhänge lassen sich am Beispiel einer europäischen Call Option veranschaulichen, deren Inhaber am Ende der 6-monatigen Restlaufzeit berechtigt ist, eine Aktie der A-AG zu € 95 zu beziehen.<sup>38</sup> Wir nehmen für dieses Beispiel einen derzeitigen Aktienkurs von € 100 an, die Option ist also leicht im Geld. Weiter nehmen wir eine annualisierte Volatilität (also Schwankungsbreite) der A-Aktie von 20 % sowie einen risikolosen Zinssatz von 2 % an sowie, dass die A-AG keine Dividenden ausschüttet. Nach dem *Black-Scholes-Merton*-Modell ergibt sich somit ein Optionspreis von € 8,95. Eine Option auf 100 Aktien kostet also € 895 und berechtigt, am Ende der Laufzeit 100 Aktien zu € 95 zu erwerben. Der Delta-Wert der Option liegt in diesem Fall bei 0,69. Daraus ergibt sich, dass der Stillhalter der Option zur Absicherung seiner Position anfangs 69 Aktien benötigt.

Während der Laufzeit der Option verändert sich der Aktienkurs und damit auch Preis und Delta der Option. Für die folgende Abb. 1 wurde der Kursverlauf der A-Aktie im Rahmen eines Random Walk, also eines zufälligen Kursverlaufs, auf der Grundlage der Normalverteilung simuliert.

Oben links in Abb. 1 ist zu sehen, wie der Aktienkurs erst eine leichte Aufwärtstendenz zeigt, wodurch Optionspreis (oben rechts dargestellt) und Optionsdelta (unten links)

29 Zur Interpretation der Kennziffer Delta *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 71 ff.; *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 247 f., 360 ff.

30 S. oben Fn. 27, 22 und Begleittext.

31 *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 74 f.; vgl. ferner *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 369 ff.

32 *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 369; *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 74 f. Gamma berechnet sich in der Grundform der *Black-Scholes*-Formel als  $\Gamma = (e^{-0,5dt}) / (S_0 \sigma (2\pi T)^{0,5})$ ; vgl. *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 371, 367; zur Bedeutung der Buchstaben s. oben Fn. 22.

33 Genauer müsste von unendlich kleinen Veränderungen des Basiswertes bei konstanten anderen Einflussfaktoren gesprochen werden.

34 Wiederum wird ein Bezugsverhältnis von 1 zugrunde gelegt (ansonsten ist eine Bereinigung nötig). Genauer als im Haupttext formuliert, hat die Long-Position des Optionskäufers ein Delta von 0,5, die gegenläufige Stillhalterposition hingegen ein Delta von -0,5. Das Delta der Aktie liegt demgegenüber bei +1 (da sie ihre eigenen Kursschwankungen naturgemäß eins zu eins nachvollzieht). Daraus ergibt sich für ein Gesamtportfolio aus doppelt so vielen Stillhalterpositionen wie Aktien ein Delta von insgesamt 0, d.h., der Wert des Gesamtportfolios reagiert auf geringe Kursänderungen der Referenzaktie nicht.

35 Eingehend zum Delta-Hedging *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 360 ff.; s. auch *Krause*, AG 2011, 469 (480); *Seibt*, ZGR 2010, 795 (832) und *Renn*, Einsatz und Offenle-

gung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 76 ff.

36 S. oben Fn. 11 ff. und Begleittext sowie FSA, DTR 5.3.3 G (2) (b).

37 Vgl. *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 71, 74 f.

38 Die europäische Option kann nur am Ende der Laufzeit ausgeübt werden, während eine amerikanische Option jederzeit während der Laufzeit ausübbar ist (s. Fn. 15).

ebenfalls tendenziell leicht ansteigen. Bei einem dynamischen Hedge hätte dies auch einen Anstieg der Anzahl Aktien zur Folge, die zur Absicherung der Stillhalterposition der Bank gehalten werden müssten (unten rechts). Für den weiteren Verlauf sprechen die Schaubilder für sich – der Aktienkurs fällt stark ab und tendiert zum Laufzeitende wieder etwas fester, aber immer noch unter dem Ausübungspreis, was zur Folge hat, dass die Option wertlos verfällt. Interessant ist insbesondere die Grafik unten rechts, welche die Zahl der jeweils zum Hedging benötigten Aktien darstellt.

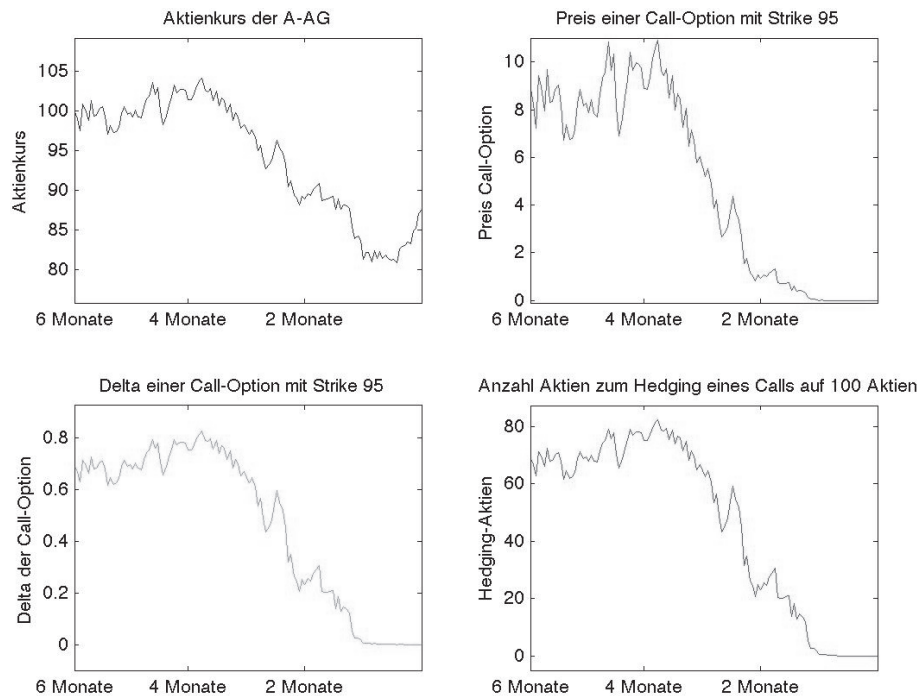


Abb. 1: Simulation der Rahmendaten einer Option;  
Quelle: eigene Darstellung

### III. Die Frage der Delta-Adjustierung im deutschen, englischen und schweizerischen Recht

#### 1. Die englische Lösung: Eine Delta-adjustierte Meldepflicht für Derivate

Im Vereinigten Königreich verfolgt die FSA einen Delta-adjustierten Ansatz zur Offenlegung von Derivaten.<sup>39</sup> Das bedeutet: Für die Zwecke der Meldepflicht sind Derivate nicht mit dem Nominal der Referenzaktien zu berücksichtigen, auf die sie sich beziehen, sondern mit ihrem jeweiligen Delta-Äquivalent, das sich durch Multiplikation des Nominals mit dem Delta der Option am Ende des jeweiligen Handelstags ergibt.<sup>40</sup> Weil sich das Delta einer Option in Abhängigkeit vom Kurs der Referenzaktie und weiteren Einflussfaktoren verändern kann, bringt dieser Ansatz die Notwendigkeit mit sich, das Delta der jeweiligen Position regelmäßig (ggf. sogar börsentäglich) zu verfolgen.<sup>41</sup> Meldungen können auch dann erforderlich sein, wenn

sich an den Verträgen und dem Nominal der Referenzaktien überhaupt nichts geändert hat, sich das Delta aber, wie in Abb. 1 dargestellt, verändert („passive“ Schwellenberührung, Über- oder Unterschreitung).<sup>42</sup>

Da die Transparenzrichtlinie – in ihrer derzeitigen Fassung – einen nominalen Ansatz verfolgt, gibt es Sonderregeln für die von ihr erfassten Finanzinstrumente.<sup>43</sup> Deshalb ist die Regelung für Finanzinstrumente in England insgesamt komplexer als in Deutschland und der Schweiz. Sie unterscheidet zwischen Derivaten mit physischer Lieferung und Barausgleich.<sup>44</sup>

Dies hat zur Folge, dass in England praktisch vier Schwellenwerte berechnet werden: einer für Aktien, ein zweiter für Derivate mit Barausgleich, ein dritter für Derivate mit physischer Lieferung und ein vierter für diese drei Positionen zusammen. Für Asset Manager gibt es zudem die Sonderregelung, dass nur die Schwellenwerte 5%, 10% und jedes weitere Prozent gelten.<sup>45</sup> Eine weitere bedeutende Ausnahme gilt unter bestimmten Voraussetzungen für die Handelsbücher von Banken.<sup>46</sup>

#### 2. Die bisherige deutsche Rechtslage und die an 1.2.2012 in Kraft getretene Reform

Berechnungsgrundlage für die bei Finanzinstrumenten nach § 25 WpHG zu meldenden Angaben ist die Zahl von Aktien, „die auf Grund der förmlichen Vereinbarung erworben werden können“ (§ 17 Abs. 3 Nr. 2, 2a WpAIV).<sup>47</sup> Damit folgt das bisher geltende Recht einem rein nominalen Ansatz. Gleiches gilt im Ergebnis auch für die am 1.2.2012 in Kraft getretene Vorschrift des § 25a WpHG.<sup>48</sup> Mit ihr hat der deutsche Gesetzgeber eine Meldepflicht

42 Vgl. den „CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares“, S. 12; Wackerbarth, ZIP 2010, 1527 (1530).

43 Vgl. dazu noch Fn. 74 und Begleittext sowie zum Entwurf für eine Änderung der Transparenzrichtlinie Abschnitt III. 4.

44 DTR 5.3.1 (R) (1).

45 DTR 5.1.5 (R).

46 DTR 5.1.3 (R) (4). Voraussetzung ist allerdings, dass die Stimmrechte weder ausgeübt noch in anderer Weise zur Beeinflussung des Emittenten genutzt werden (vgl. dazu Fn. 7) und einen Anteil von 5% nicht übersteigen.

47 Vgl. Dehlinger/Zimmermann in Fuchs, 2009, § 25 WpHG Rz. 19 f. Hieran hat sich durch die Reform vom 5.4.2011 (dazu folgende Fn.) nichts geändert.

48 Krause, AG 2011, 469 (480); Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846 (854); Wackerbarth, ZIP 2010, 1527 (1529 f.). Die Vorschrift wurde eingefügt durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 5.4.2011, BGBl. I 2011, 538, dessen Art. 9 Abs. 3 den Zeitpunkt des Inkrafttretens regelt.

39 DTR 5.3.3 G (2) (b); vgl. dazu Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846 (851, 854); Uwe H. Schneider, AG 2011, 645 (652).

40 S. oben in und bei Fn. 34.

41 S. die Nachw. in Fn. 39 sowie Fn. 31 und Begleittext.

für Finanzinstrumente<sup>49</sup> eingeführt, die den Aktienwerb ermöglichen (§ 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG n.F.). Davon ist insbesondere auszugehen, wenn die Gegenseite ihr Risiko durch das Halten von Aktien hedgen könnte oder die Finanzinstrumente ein Erwerbsrecht oder eine auf den Erwerb von Aktien gerichtete Pflicht begründen (§ 25a Abs. 1 Satz 2 Nr. 1, 2 WpHG n.F.). Für die Messung der Stimmrechtshöhe trifft § 25a Abs. 2 WpHG n.F. eine recht komplizierte Regelung.<sup>50</sup> Grundsätzlich soll die Zahl von Aktien mitzuteilen sein, deren Erwerb ermöglicht wird (§ 25a Abs. 2 Satz 1 WpHG). Dies ist „in der Regel“ die im Finanzinstrument genannte Anzahl.<sup>51</sup> Dies entspricht dem nominalen Ansatz.<sup>52</sup> Bezieht sich das Instrument nicht ausdrücklich auf eine bestimmte Zahl von Aktien, greift eine Auffanglösung ein (§ 25a Abs. 2 Satz 2 WpHG n.F.). Diese führt im Ergebnis dazu, dass je Kontrakt des Finanzinstruments eine Aktie zugrunde zu legen ist, behält also die rein nominale Betrachtungsweise bei (dazu sogleich).<sup>53</sup>

Ursprünglich schwebte den Entwurfsverfassern als Auffanglösung ein statischer Delta-adjustierter Ansatz vor: Maßgeblich sollte diejenige Zahl von Aktien sein, welche die Gegenseite zur vollumfänglichen Absicherung ihrer Position halten müsste (§ 25a Abs. 2 Satz 2 i.d.F. des Regierungsentwurfs)<sup>54</sup>. Sie wäre anhand des Delta-Werts des Finanzinstrument zu berechnen gewesen.<sup>55</sup> Spätere Veränderungen des Delta-Werts sollten unberücksichtigt bleiben.<sup>56</sup> Dagegen wandte *Seibt* u.a. ein, die Regelung eröffne „erhebliche Gestaltungsspielräume für weiter mögliche verdeckte Beteiligungserwerbe mit Instrumenten, die zum Zeitpunkt des Erwerbs [...] einen geringen Delta-Wert haben, der sich aber im Zeitablauf aufgrund bestimmter variabler Parameter erhöht“.<sup>57</sup> Sein Vorschlag, deshalb den zugrunde zu legenden Delta-Wert gesetzlich bei eins festzuschreiben, wurde vom Finanzausschuss aufgegriffen und findet sich in der Gesetz gewordenen Fassung wieder (§ 25a Abs. 2 Satz 2 Halbs. 2 WpHG).<sup>58</sup> Allerdings stellt sich die Frage, ob insoweit nicht der Teufel mit dem Beelzebub ausgetrieben und eine neue Umgehungsmöglichkeit geschaffen worden ist (dazu unten unter V. 7.). Außerdem ist das Gesetz in der nun verabschiedeten Fassung unnötig kompliziert geworden.<sup>59</sup> Die For-

mulierung, die darauf abstellt, wie viele Aktien die Gegenseite zur vollständigen Absicherung ihrer Position halten müsste, läuft infolge der Gesetzesänderung leer. Der Gesetzgeber schreibt im Ergebnis eine Multiplikation der Zahl der Kontrakte des Finanzinstruments<sup>60</sup> mit dem Faktor eins vor.<sup>61</sup> Auf diese Rechenoperation kann verzichtet werden.

Nach deutschem Recht erstellte Stimmrechtsmitteilungen ermöglichen es den Kapitalmarktteilnehmern darüber hinaus nicht, den Delta-Wert nach den §§ 25, 25a WpHG gemeldeter Optionen selbst zu errechnen. Dafür fehlt im Katalog der mitzuteilenden Angaben (§ 17 Abs. 3, 4 WpAIV) jedenfalls der Basispreis, zu dem die Aktien bezogen werden können. Anders verhält es sich nur bei Finanzinstrumenten i.S.v. § 25a WpHG n.F.,<sup>62</sup> die über eine ISIN verfügen (§ 17 Abs. 4 Nr. 8 WpAIV n.F.), weil diese eindeutige Identifizierungsnummer es ermöglicht, die fehlenden Details in Erfahrung zu bringen.

### 3. Die eidgenössische Regelung

In der Schweiz sind, wie in Deutschland, alle derivativen Finanzinstrumente zum Nominal der Basiswerte meldepflichtig (Art. 20 BEHG<sup>63</sup> i.V.m. Art. 15 und Art. 21 BEHV-FINMA)<sup>64</sup>. Eine Einschränkung auf Derivate mit Realerfüllung wurde fallen gelassen, nachdem verschiedentlich Derivate mit Barausgleich verwendet worden waren, damit keine Meldepflicht ausgelöst wurde.<sup>65</sup> Die jetzige Regelung trifft gemäß ihrem Wortlaut zwar immer noch die Unterscheidung zwischen den verschiedenen Erfüllungsmethoden (Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA), nach herrschender Auslegung ist diese, wiewohl klar im Wortlaut verankert, im Ergebnis jedoch nicht von Bedeutung.<sup>66</sup> Eine Delta-adjustierte Meldepflicht wurde bisher nicht diskutiert. Einziger Befürworter einer solchen Lösung de lege ferenda ist bislang *Renn*.<sup>67</sup> Bei Finanzinstrumenten i.S.v. Art. 15 BEHV-FINMA, also u.a. bei Derivaten, müssen auch das Bezugsverhältnis, der Ausübungspreis, die Ausübungsfrist und die Settlement-Methode offen gelegt werden (Art. 21 Abs. 2 lit. d BEHV-FINMA). Daraus

setz vom 5.4.2011, BGBl. I 2011, 538, dessen Art. 9 Abs. 3 den Zeitpunkt des Inkrafttretens regelt.

49 Die ebenfalls erfassten „sonstigen Instrumente“ spielen vorliegend keine Rolle. Sie werden der Einfachheit halber weggelassen.

50 *Uwe H. Schneider*, AG 2011, 645 (651).

51 BT-Drucks. 17/3628, 20; vgl. auch *Seibt*, CFL 2010, 502 (505).

52 *Seibt*, CFL 2010, 502 (505); *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846 (854).

53 Vgl. *Krause*, AG 2011, 469 (480); *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846 (854); *Wackerbarth*, ZIP 2010, 1527 (1529 f.). Die Vorschrift wurde eingefügt durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 5.4.2011, BGBl. I 2011, 538, dessen Art. 9 Abs. 3 den Zeitpunkt des Inkrafttretens regelt.

54 BT-Drucks. 17/3628, 8.

55 *Seibt*, CFL 2010, 502 (505 f.).

56 Vgl. den RegE, BT-Drucks. 17/3628, 20 sowie *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846 (849); *Seibt*, CFL 2010, 502 (506).

57 *Seibt*, CFL 2010, 502 (506).

58 Vgl. die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 9.2.2011, BT-Drucks. 17/4710, 12.

59 Vgl. *Uwe H. Schneider*, AG 2011, 645 (651). Dies dürfte dem Umstand geschuldet sein, dass *Seibt*, CFL 2010, 502 (505 f.) seinen Vorschlag im Interesse größtmöglicher Umsetzungschancen möglichst eng an die Formulierungen des RegE anlehnen musste.

60 Soweit das Finanzinstrument ein von eins abweichendes Bezugsverhältnis enthält, ist eine Bereinigung nötig.

61 Die Zahl der zum Hedging benötigten Aktien ist das Delta-Äquivalent des Finanzinstruments, also das Produkt aus dem (nun auf eins festgelegten) Delta-Wert und der Zahl der Kontrakte (s. oben in und bei Fn. 34 f.). Der Gesetzgeber schreibt folglich eine (eigentlich sinnlose) Multiplikation mit eins vor.

62 Unverständlicherweise fehlt eine vergleichbare Bestimmung für Finanzinstrumente i.S.v. § 25 WpHG.

63 Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24.3.1995, SR 954.1.

64 Verordnung vom 25.10.2008 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA), SR 954.193.

65 Vgl. *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 295 ff.

66 Vgl. *Urs Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 263 ff.

67 *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 349 f., 355 f.



kann sich ein Marktteilnehmer unter ergänzender Schätzung der übrigen Eingangswerte – anders als auf der Grundlage deutscher Stimmrechtsmitteilungen – eine Vorstellung über den Delta-Wert des gemeldeten Finanzinstruments bilden.<sup>68</sup>

#### 4. Der Richtlinienentwurf der EU-Kommission zur Änderung der Transparenzrichtlinie

Am 25.10.2011 hat die EU-Kommission ihren Entwurf einer Richtlinie zur Änderung der Transparenzrichtlinie vorgelegt.<sup>69</sup> Der Entwurf sieht erhebliche Änderungen des Systems der Beteiligungstransparenz vor, das künftig (abgesehen von der Möglichkeit der Mitgliedstaaten zur Bestimmung niedrigerer Meldeschwellen) der Vollharmonisierung unterliegen soll (Art. 3 Abs. 1 TransparenzRL-E.). Grundsätzlich soll die Berechnung von Finanzinstrumenten auch nach der geänderten Fassung der Richtlinie dem nominalen Ansatz folgen (Art. 13 Abs. 1a TransparenzRL-E.). Allerdings erhält die Kommission das Recht, die Berechnungsmethode durch delegierte Rechtsakte zu ändern und den Inhalt der Mitteilungen vorzuschreiben (Art. 13 Abs. 2 TransparenzRL-E.), so dass eine Delta-adjustierte Berechnung auf untergesetzlicher Ebene eingeführt werden kann.<sup>70</sup>

#### IV. Das Für und Wider einer Delta-adjustierten Meldepflicht – Meinungsstand

Das deutsche Schrifttum hält einen Delta-adjustierten Ansatz bislang praktisch einhellig nicht für sinnvoll.<sup>71</sup> Er sei, so wird vorgebracht, zu kompliziert und den Marktteilnehmern nicht zumutbar.<sup>72</sup> Da zudem schon Änderungen des Delta eine Meldung notwendig machen könnten, drohe eine übergroße Zahl von Meldungen, die den Markt überfordern würde (sog. „information overload“).<sup>73</sup> Ferner schreibe Art. 13 der Transparenzrichtlinie eine nominale Berechnung von Optionspositionen vor, und die Genauigkeit der Delta-adjustierten Berechnung von Op-

tionspositionen dürfe nicht überschätzt werden, weil subjektiv geprägte Faktoren wie die angenommene Volatilität der Referenzaktie in die Berechnung einfließen würden und es an einer einheitlichen Berechnungsmethode fehle.<sup>74</sup>

#### V. Plädoyer für eine Delta-adjustierte Meldepflicht

##### 1. Wirtschaftliches Interesse und Stimmrecht

Finanzinstrumente vermitteln keine Stimmrechte und damit auch keinen unmittelbaren Stimmrechtseinfluss auf die Gesellschaft.<sup>75</sup> Dieser ergibt sich nur aus Aktien und setzt zudem ggf.<sup>76</sup> die Eintragung ins Aktienregister voraus. Erfahren musste dies etwa der britische Hedge Fund Laxey, der seine Beteiligung an der schweizerischen Implenia AG nicht nutzen konnte, um deren Geschäftsverlauf zu beeinflussen, da sich Implenia erfolgreich dagegen wehrte, die Stimmrechte der Laxey im Aktienregister einzutragen.<sup>77</sup>

Dennoch wäre es eine voreilige Schlussfolgerung anzunehmen, dass Derivate gar nicht der Meldepflicht unterstehen sollten, da sie keine Stimmrechte beinhalten. Ihre melderechtliche Erfassung ist aus zwei Gründen nicht „systemwidrig“.<sup>78</sup> Zum einen kann ein Aktionär sein Stimmrecht nur in der Hauptversammlung ausüben (§ 118 Abs. 1 Satz 1 AktG).<sup>79</sup> Vor dem Hauptversammlungstag hat selbst er nur künftige und (da die Aktien zwischenzeitlich auch verkauft werden könnten) *potentielle Stimm-macht*. Dass er gleichwohl außerhalb der Hauptversammlung *faktischen Einfluss* haben kann, beruht darauf, dass die Gesellschaftsorgane die Verhältnisse in der nächsten Hauptversammlung antizipieren können und werden. Genauso sind sie allerdings in der Lage zu erkennen, dass der Inhaber einer Derivateposition, soweit er sich den Aktien-erwerb wirtschaftlich schon gesichert hat (und vor allem nicht mehr das Risiko steigender Kurse während des Beteiligungsaufbaus trägt), die entscheidende Hürde schon genommen hat, wenn er darauf zielt, an der nächsten Hauptversammlung als stimmberechtigter Aktionär teilnehmen zu können. Zum zweiten kann der Derivateinhaber *faktischen Einfluss* auf die Handhabung der von seinem Vertragspartner zu Hedgingzwecken gehaltenen Aktien haben.<sup>80</sup> Wie immer man die Zielsetzung der Meldepflicht im Detail definieren mag, rechtfertigt sich die Erfassung von Finanzinstrumenten in erster Linie aus der

68 Renn, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 128.

69 KOM(2011) 683 endgültig; geändert werden soll neben der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG) auch noch die Richtlinie 2007/14/EG der Kommission. Zum Ganzen vgl. Seibt/Wollenschläger, AG 2012, 305.

70 Vgl. das Impact Assessment vom 25.10.2011 – SEC (2011) 1279 final, S. 91 f.

71 Brandt, BKR 2010, 270 (274); Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846 (854); Christ, Barausgleichsderivate und das Anschleichen an die Zielgesellschaft, 2011, S. 226 ff.; Wackerbarth, ZIP 2010, 1527 (1529 f.); Seibt, ZGR 2010, 795 (832 f.); Uwe H. Schneider, AG 2011, 645 (652) sowie die Stellungnahme des DAI, NZG 2010, 739; unentschieden hingegen Möritz, ZVglRWiss 109 (2010), 94 (128 f.). Aus US-amerikanischer Perspektive gegen Delta-adjustierte Berechnung HulBlack, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 882 et seq. (2006).

72 Brandt, BKR 2010, 270 (274); Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846 (854); Christ, Barausgleichsderivate und das Anschleichen an die Zielgesellschaft, 2011, S. 226 ff.; Wackerbarth, ZIP 2010, 1527; aus US-amerikanischer Perspektive HulBlack, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 882 et seq. (2006); vgl. auch Seibt, ZGR 2010, 795 (832 f.) sowie zur Situation bei der Meldung von Leerverkäufen DAI, NZG 2010, 739.

73 Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846 (854); Seibt, ZGR 2010, 795 (832 f.); Wackerbarth, ZIP 2010, 1527; allgemein zum „information overload“ Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1 (10 ff.).

74 Brandt, BKR 2010, 270 (274); Wackerbarth, ZIP 2010, 1527

(1530); Christ, Barausgleichsderivate und das Anschleichen an die Zielgesellschaft, 2011, S. 227; vgl. auch Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846 (854); Seibt, ZGR 2010, 795 (832 f.); Uwe H. Schneider, AG 2011, 645 (652).

75 Cascante/Topf, AG 2009, 53 (71); Möritz, ZVglRWiss 109 (2010), 94 (112); vgl. auch Brandt, BKR 2008, 441 (447).

76 In Abhängigkeit vom jeweils anwendbaren Aktienrecht (für Namensaktien bei der deutsche AG s. § 67 Abs. 2 AktG).

77 HulBlack, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 657 et seq. (2008).

78 Zutreffend Heusel, WM 2012, 291 (296); insgesamt weiter gehend Uwe H. Schneider, AG 2011, 645 (646); anders etwa Cascante/Topf, AG 2009, 53 (71) („Fremdkörper“ im System).

79 Reger in Bürgers/Körper, 2. Aufl. 2011, § 118 AktG Rz. 4.

80 S. oben Fn. 7 und Begleittext.

beschriebenen Rückkoppelung an das aus den referenzierten Aktien folgende Stimmrecht.<sup>81</sup>

## 2. Gleichlauf mit der Leerverkaufspublizität nach § 30i WpHG

Das Melderegime der §§ 21 ff. WpHG findet für Leerverkäufe seine Entsprechung in der am 26.3.2012 in Kraft getretenen Regelung zur Leerverkaufspublizität (§ 30i WpHG). Danach müssen Netto-Leerverkaufspositionen ab einer Eingangsschwelle von 0,2 % der BaFin mitgeteilt und ab einem Schwellenwert von 0,5 % veröffentlicht werden (§ 30i Abs. 1 WpHG). Meldegegenstand sind, anders als bei den §§ 21 ff. WpHG, Nettositionen, die sich aus der Saldierung aller long- und short-Positionen des Meldepflichtigen in Finanzinstrumenten ergeben (§ 30i Abs. 2 WpHG) und laufend auf Delta-adjustierter Basis berechnet werden.<sup>82</sup> Die Berechnungsgrundlage weicht damit gravierend vom rein nominalen Ansatz der §§ 21 ff. WpHG ab.<sup>83</sup> Das *Deutsche Aktieninstitut* hat in einer Stellungnahme kritisiert, dass die unterschiedlichen Berechnungsgrundlagen und Zurechnungsmaßstäbe es für die Marktakteure „sehr schwierig“ machen würden, „den ökonomischen Gehalt unterschiedlicher Meldungen nachzuvollziehen.“<sup>84</sup> Dieser zutreffende Hinweis spricht dafür, auch bei den §§ 25, 25a WpHG de lege ferenda eine Delta-Adjustierung vorzunehmen.

## 3. Bessere Aussagekraft einer Delta-adjustierten Erfassung von Finanzinstrumenten

### a) Ausgangspunkt

Bei einer rein zivilrechtlichen Herangehensweise an die Meldepflichten liegt es in der Tat nahe, nur danach zu fragen, auf wie viele Aktien sich der Lieferungsanspruch des Optionsnehmers bezieht, und damit auf das Nominal der Option abzustellen. Allerdings zeigt bereits ein Blick auf die Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG, dass die Vorschriften über die Offenlegung wesentlicher Beteiligungen zu keiner Zeit ausschließlich an die zivilrechtliche Stimmrechtsinhaberschaft angeknüpft haben. Dies erscheint konsequent, geht es doch um die Offenlegung der tatsächlichen Machtverhältnisse in Bezug auf die Gesellschaft.<sup>85</sup> Ebenso folgerichtig ist es allerdings, diese Loslösung von der strikt zivilrechtlichen Betrachtung nicht nur in Bezug auf das „ob“ der Meldepflicht und die meldepflichtigen Tatbestände zu beziehen, sondern den Blick

auch in Bezug auf das „wie“ (genauer: wie viel) auf die wirtschaftlichen Realitäten zu richten, weil dies dem Normzweck besser gerecht wird.

### b) Beispiel

Wie sehr eine nominelle Betrachtungsweise die Verhältnisse verzerren kann, zeigt folgendes Beispiel: Eine Bank hat zwei europäische Call-Optionen auf die Daimler AG emittiert. Beide lauten auf 10 % der gesamten Stimmrechte. Deren Ausübungspreise sind € 20 (Option 1) bzw. € 60 (Option 2). Die Laufzeit beträgt 6 Monate. Veranschlagt man den risikolosen Marktzins mit 1 %, die implizite Volatilität mit 40 % und den aktuellen Daimler-Aktienkurs mit € 30, so ergibt sich ein fairer Optionspreis von € 10,32 (je Kontrakt der Option 1) bzw. € 0,03 (je Kontrakt der Option 2). Option 1 verkörpert einen Milliardenwert und müsste die Bank dazu veranlassen, 9,44 % der Aktien zu Hedgingzwecken zu erwerben, weil ihr Delta-Wert bei 0,944 liegt. Demgegenüber bewegt sich der Wert von Option 2 im einstelligen Millionenbereich, und die Bank kann ihre Position bereits durch Anschaffung von 0,1 % der Aktien absichern (der Delta-Wert liegt bei 0,01). Die nominale Betrachtung ist zwar scheinbar einfach zu verstehen, führt jedoch zu falschen Ergebnissen. Eine Delta-adjustierte Meldepflicht hingegen stellt sofort klar dar, welche potentielle Stimmmacht der Optionsinhaber hat.<sup>86</sup>

### c) Problem der Mehrfachmeldung durch den nominalen Ansatz

Eine Delta-adjustierte Meldepflicht macht die Verhältnisse auch insoweit leichter durchschaubar, als sie das Finanzinstrument und die Hedgingposition der Gegenpartei mit der gleichen Größe abbildet und damit die Zuordnung beider Positionen erleichtert.<sup>87</sup> Demgegenüber vergrößert ein rein nominal ausgerichtetes Meldesystem das Problem der Mehrfachmeldung von Stimmrechten. Wie sehr Mehrfachmeldungen die Verhältnisse verzerren können, hat etwa *Renn* am Beispiel der OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon veranschaulicht, zu der am 31.7.2007 über 200 % der ausstehenden Stimmrechte gemeldet waren.<sup>88</sup> Man wird solchen Meldungen nur schwer große Aussagekraft zumessen können.

81 So auch *Eichner*, ZRP 2010, 5 (6); vgl. auch *Heusel*, WM 2012, 291 (296); weitergehend *Uwe H. Schneider*, AG 2011, 645 (646) (auch Offenlegung wirtschaftlichen Eigentums an sich und Wahrung der guten Ordnung im Kapitalmarkt); teilweise weitergehend auch noch *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022 (2027).

82 *DAI*, NZG 2010, 739; *Veranneman*, GWR 2010, 337 ff.; *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419 (1422); vgl. auch das einschlägige CESR-Papier aus dem Mai 2010 (CESR/10-453), S. 4 f.

83 Vgl. *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846 (854), welche die Abweichung allerdings zurückhaltender bewerten.

84 *DAI*, NZG 2010, 739; dort wird allerdings primär darauf abgestellt, dass die von den §§ 25, 25a WpHG neben Finanzinstrumenten ebenfalls erfassten „sonstigen Instrumente“ nicht in die Saldierung einbezogen würden; außerdem klingt auch Kritik des Instituts am Delta-adjustierten Ansatz an.

85 Vgl. *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477 (1478).

86 Zur größeren Genauigkeit des Delta-adjustierten Ansatzes *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 355 f.

87 Dies gilt allerdings nur eingeschränkt, wenn der Stillhalter seine Position an andere Marktteilnehmer weitergibt, die jeweils unterhalb der Meldeschwelle bleiben. In diesem Fall kann aus Sicht der Marktteilnehmer entweder ein spekulativ handelnder (nicht gehedgter) Stillhalter gegeben sein oder das beschriebene Vermeidungsverhalten.

88 *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 307 f. Zum Fall OC Oerlikon Corporation AG, Pfäffikon in der Schweiz s. *Gotschev*, Die organisierte Gruppe bei der Meldepflicht – Der Fall OC Oerlikon und seine Folgen, GesKR 4/2011, 531 ff. Generell zum Begriff der organisierten Gruppe namentlich im schweizerischen Recht s. *Gotschev*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der organisierten Gruppe gemäss Börsengesetz, Diss., Zürich/Basel/Genf 2005.



#### d) Erkennbarkeit von Empty-Voting-Positionen

Empty Voting (Ausübung leerer Stimmrechte) bezeichnet die Ausübung von Stimmrechten, die ihrer wirtschaftlichen Bedeutung entleert sind und denen damit keine wirtschaftliche Beteiligung zugrunde liegt.<sup>89</sup> Die „verdeckte Eigentümerstellung“ des Inhabers der Long-Position eines Finanzinstruments korrespondiert denkwürdig mit einer wirtschaftlich entleerten „empty voting“-Position des Stillhalters, soweit dieser zu Hedging-Zwecken Aktien erwirbt.<sup>90</sup> Indem eine Delta-adjustierte Meldepflicht beide Positionen mit der gleichen Größe abbildet und ihre Zuordnung erleichtert (s. oben), macht sie zugleich die Empty-Voting-Position des Stillhalters erkennbar, während ein rein nominal ausgerichtetes Melderegime dies nicht vermag.

#### 4. Praktikabilität einer Delta-adjustierten Meldepflicht

##### a) Ohnehin bestehende aufsichtsrechtliche Pflichten

Gegen eine Delta-adjustierte Meldepflicht wird vor allem der mit der laufenden Verfolgung des Deltas von Optionspositionen verbundene Aufwand angeführt.<sup>91</sup> Dabei wird übersehen, dass das Aufsichtsrecht vielen Finanzmarktakteuren ohnehin derartige Pflichten auferlegt und zumindest *ihnen* damit kein nennenswerter Zusatzaufwand entsteht. So schreibt etwa im Investmentrecht § 17 Abs. 2 DerivateV<sup>92</sup> vor: „Die Kapitalanlagegesellschaft ist verpflichtet, die zugehörigen Deltas auf geeignete und anerkannte Weise börsentäglich zu ermitteln, zu dokumentieren und der Depotbank mitzuteilen.“ Noch weiter gehende Pflichten enthalten die §§ 308 ff. SolvV für auf Aktien bezogene Optionspositionen im Handelsbuch von Kreditinstituten. Insbesondere müssen die Institute insoweit wissenschaftlichen Ansprüchen genügende EDV-Systeme zum Risikomanagement vorhalten (§ 308 Abs. 5 SolvV).

Die Meldepflicht in Großbritannien kann hier als Vorbild gelten, sieht sie doch eine sehr transparenzfreundliche, Delta-adjustierte Meldepflicht für jedes Prozent einer Beteiligung ab einem bestimmten Schwellenwert vor, kennt aber andererseits Ausnahmen, etwa für Handelsbestände, die zu Hedgingzwecken gehalten werden. Dies führt dazu, dass nur wenige Optionen Delta-adjustiert überhaupt in den meldepflichtigen Bereich kommen. In diesem jedoch sorgt das britische Melderegime für Transparenz.

##### b) Situation von Meldepflichtigen außerhalb der Finanzbranche

Für nicht beaufsichtigte Marktteilnehmer bringt die laufende Verfolgung des Delta-Werts größerer Optionsposi-

tionen ggf. tatsächlich einen greifbaren Mehraufwand mit sich. Allerdings stellt sich die Frage, ob es wirklich von Übel ist, wenn Inhaber von Optionspositionen im meldepflichtigen Umfang (!) mittelbar gezwungen sind, sich mit der Bewertung der erworbenen Finanzinstrumente zu befassen und das daraus resultierende Risiko laufend zu überwachen.<sup>93</sup> Meldepflichtige, die auf eine solche (eigentlich wünschenswerte) Professionalisierung verzichten wollen, können die benötigten Daten stattdessen von dem – in aller Regel aus der Finanzbranche stammenden und deshalb ohnehin über die notwendigen Ressourcen verfügenden – Stillhalter beziehen.<sup>94</sup> Außerdem ist es nicht zwingend notwendig, tatsächlich eine börsentägliche Überprüfung der Position vorzuschreiben. Vielmehr sind – etwa in Abhängigkeit vom anfänglichen Wert der Option – Erleichterungen denkbar, z.B. in Form großzügiger Aktualisierungsintervalle oder einer Beschränkung auf den Deltawert bei Begründung der Option.<sup>95</sup>

##### c) Offenlegung der Rahmendaten des Derivats als einfachere Alternative?

Keine echte Alternative zu einem Delta-adjustierten Meldesystem – aber immer noch vorzuzugswürdig gegenüber dem rein nominalen Ansatz und durch eine Änderung der WpAIV ggf. schnell realisierbar<sup>96</sup> – ist die Offenlegung der Rahmendaten der zu meldenden Finanzinstrumente, wie sie in der Schweiz Art. 21 Abs. 2 lit. d BEHV-FINMA vorsieht. Aufgrund dieser Daten kann das effektive wirtschaftliche Interesse des Meldepflichtigen ermittelt werden, da sie die Berechnung des Delta erlauben.<sup>97</sup> Allerdings sollte die Last, diese Berechnungen vorzunehmen, eher beim Meldepflichtigen als bei den einzelnen Meldeadressaten liegen. Schließlich hat der Meldepflichtige ohnehin Anlass, sich mit der Bewertung des erworbenen Finanzinstruments vertraut zu machen, und er wird – gerade wenn es um große Optionspositionen geht – regelmäßig ein hochgradig professioneller Marktteilnehmer sein.<sup>98</sup>

#### 5. Meldeflut und „Information Overload“ am Kapitalmarkt?

Inwieweit die Sorge vor einem drohenden „information overload“<sup>99</sup> berechtigt ist, soll anhand einer Simulation

89 *HulBlack*, 76 S. Cal. L. Rev. 2006, 811, 814 et seq. (2006); *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 117; vgl. auch *Shouten*, 15 Stan. J. L. Bus. & Fin. 127, 138 et seq. (2009); *Möriz*, ZvgIRWiss 109 (2010), 94 (112).

90 Vgl. *Fleischer/Scholke*, NZG 2010, 846 (847).

91 S. oben Fn. 72 und Begleittext.

92 Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten in Sondervermögen nach dem Investmentgesetz vom 6.2.2004, BGBl. I 2004, 153.

93 Vgl. auch FSA Policy Statement 09/3, S. 9 („*We believe that most holders of options are (and should be) able to carry out their own calculations*“), [http://www.fsa.gov.uk/Pubs/Policy/ps09\\_03.pdf](http://www.fsa.gov.uk/Pubs/Policy/ps09_03.pdf), zuletzt abgerufen 21.5.2012.

94 Vgl. FSA Policy Statement 09/3 (vorige Fn.), S. 8 sowie *Christ*, Barausgleichsderivate und das Anschleichen an die Zielgesellschaft, 2011, S. 227 f.

95 Denkbar wäre z.B., dass bei einer Option mit einem anfänglichen Wert von unter € 1 Mio. (die bei geringer Börsenkapitalisierung der Referenzaktie dennoch die 5 %-Schwelle erreichen kann), auf Aktualisierungen verzichtet werden darf, wenn der Meldepflichtige darauf hinweist und die Berechnungsgrundlagen mitteilt, so dass der Meldeadressat die nötigen Rechnungen ggf. selbst vornehmen kann.

96 Vgl. *Christ*, Barausgleichsderivate und das Anschleichen an die Zielgesellschaft, 2011, S. 228.

97 S. oben unter III. 3.

98 Vgl. *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 356.

99 Dazu s. oben Fn. 73 und Begleittext.

auf der Grundlage des o.g. Beispiels untersucht werden.<sup>100</sup> Dafür nehmen wir an, die dargestellte Option sei keine Standardoption auf 100 Aktien, sondern eine maßgeschneiderte OTC-Option auf 10 % der Aktien einer Gesellschaft. Zu Beginn liegt der Delta-Wert, wie ausgeführt, bei 0,69, so dass die Stillhalterin 6,9 % der Aktien halten müsste (Deltawert 0,69 multipliziert mit nominal 10 % Referenzaktien). Die Zahl der zum Hedging benötigten Aktien steigt während der Laufzeit bis zu einem Maximum von etwas über 8 % an. Am Ende sinkt der Bestand durch den wertlosen Verfall der Option auf 0. Wenn die Option im gegenseitigen Einvernehmen während ihrer Laufzeit beendet wird, hängt die Anzahl der theoretisch (und oft eben auch praktisch) lieferbaren Hedging-Aktien stark vom Zeitpunkt der Beendigung ab, dies können 8 % oder, ca. 1,5 Monate vor Verfall, auch nur 2 % sein.

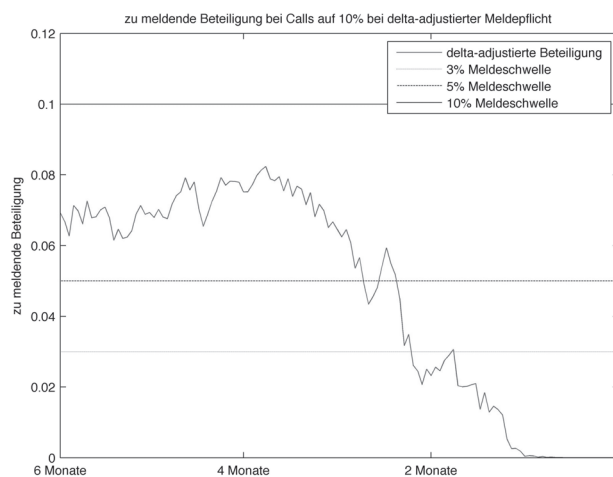


Abb. 2: Beispiel der Meldungen eines simulierten Kursverlaufs; Quelle: eigene Darstellung

Die Meldungen, die dieser (simulierte) Kursverlauf auslösen würde, sind in Abb. 2 dargestellt. Eine nicht Delta-adjustierte Meldepflicht, wie sie in der Schweiz wie auch in Deutschland für Finanzinstrumente gilt, erfordert die Meldung von 10 % (Nominal), und zwar während ihrer gesamten Laufzeit. Da der Option nur zwischen 0 % und ca. 8 % Aktien zugrunde liegen, übertreibt die Meldung den allenfalls im Einflussbereich des Optionskäufers stehenden Aktienbestand um 2 bis 10 Prozentpunkte.

Eine Delta-adjustierte Meldepflicht vermeidet diese Ungenauigkeit, führt aber zu Neumeldungen während der Laufzeit der Option, deren Anzahl von den geltenden Meldeschwellen abhängt.<sup>101</sup> Wenn Deutschland eine Delta-adjustierte Meldepflicht hätte, würde dies im obigen

Beispiel zu drei Meldungen in Verbindung mit Über- oder Unterschreitungen der 5 %-Schwelle führen. In der Schweiz kämen weitere drei Meldungen in Verbindung mit der 3 %-Schwelle hinzu. Eine Simulation von 500 zufällig gewählten Kursverläufen mit denselben Parametern wie im obigen Beispiel führt für das eidgenössische System (Meldeschwellen von 3 % und 5 %) zu durchschnittlich sieben Meldungen bei einer Delta-adjustierten Meldepflicht. Bei einer höheren Volatilität von 40 % ergeben sich durchschnittlich neun Meldungen.

Wenn die Schwelle von 3 % außer Betracht bleibt, wie dies in Deutschland der Fall ist, reduziert sich die Anzahl Meldungen auf fünf (bei einer Volatilität von 20 %) respektive auf 6 (bei einer Volatilität von 40 %). Bei einer Meldepflicht für jedes erreichte, über- oder unterschrittene Prozent (englisches System) steigt die Zahl der Meldungen erwartungsgemäß stark auf durchschnittlich 29 Meldungen an.

Dieser Befund legt es nahe, den Blick auf die Erfahrungen im Vereinigten Königreich zu richten. Wenngleich dort noch keine statistischen Daten zur Funktionsfähigkeit des Delta-adjustierten Melderegimes für Finanzinstrumente vorliegen, scheinen die Erfahrungen doch positiv zu sein. So wird berichtet, dass sich der Markt schnell auf die geänderten Bestimmungen eingestellt habe und es vor allem – entgegen den o.g. Bedenken – nicht zu einer Flut von Meldungen gekommen sei.<sup>102</sup> Die FSA dürfte insoweit mit ihrer Einschätzung, den Finanzmarkt nicht zu überfordern,<sup>103</sup> bislang richtig gelegen haben. Zu bedenken ist aber, dass die FSA ihr neues Melderegime nur für nicht von der Transparenzrichtlinie erfasste Finanzinstrumente anwenden kann und zudem Ausnahmen von der Meldepflicht für Handelsbestände vorgesehen und die Meldeschwellen für Asset Managers gelockert hat, was dazu führt, dass praktisch nur wenige Optionspositionen in den Bereich kommen, in dem jedes Prozent meldepflichtig ist. In der Schweiz und in Deutschland ist die Verteilung der Schwellenwerte ohnehin viel gröber, daher stellt sich das Problem der Meldungsflut in diesen Ländern nicht in gleicher Schärfe.

Insgesamt ist der mögliche Anstieg der Zahl der Meldungen damit tatsächlich das größte Problem des Delta-adjustierten Systems. Allerdings lässt sich dieses Problem mit einfachen Gegenmaßnahmen erheblich begrenzen. So verändert sich der Deltawert einer Option i.d.R. höchstens dann erratisch, wenn das Gamma sehr hoch ist, also namentlich auf dem „Gammaberg“ kurz vor dem Verfallstag der Option.<sup>104</sup> Insoweit ließe sich ggf. gegensteuern, indem vorgesehen wird, dass eine solche „passive“ Schwellenberührung von gewisser Nachhaltigkeit sein und daher einige Tage andauern muss, bevor sie meldepflichtig wird. Dies würde die Zahl der bei einem „Pendeln“ der Hed-

100 S. oben im Abschnitt II. 2. e), insb. bei Abb. 1. Die Ausgangsdaten sind also: Basispreis € 95, aktueller Kurs der Referenzaktie € 100, anfängliche Restlaufzeit 6 Monate, risikoloser Marktzins 2 % p.a., annualisierte Volatilität 20 %.

101 In der Schweiz sind dies 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 und 66 2/3 % der Stimmrechte (Art. 20 Abs. 1 BEHG), in Deutschland 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 % für Aktien sowie dieselben Schwellen mit Ausnahme der 3 %-Schwelle für Finanzinstrumente (§§ 21, 25, 25a WpHG). In Großbritannien ist das Erreichen, Über- oder Unterschreiten jeden Prozentpunkts über 3 % meldepflichtig (DTR 5.1.2 R).

102 Vgl. die „Summary of Responses to the Consultation by DG Internal Market and Services on the Modernisation of the Transparency Directive (2004/109/EC)“, S. 21 f. und Krause, AG 2011, 469 (480).

103 FSA Policy Statement 09/3 (oben Fn. 93), S. 8 f.

104 Dazu s. oben II. 2. c) sowie ausführlich mit Grafik Renn, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 74 f.

gingposition um eine Meldeschwelle herum notwendigen Mitteilungen erheblich senken.

Hinzukommt, dass der Anleger auf das primäre Medium der förmlichen Stimmrechtsmitteilungen gar nicht zurückgreifen muss (und i.d.R. auch nicht zurückgreifen wird). Er kann sich mit Hilfe der Stimmrechtsdatenbank der BaFin (bzw. in der Schweiz anhand der Datenbank der jeweiligen Börse) und i.d.R. auch anhand der Internetseite des Emittenten bequem und in leicht verständlicher Form einen Überblick über die jeweiligen Beteiligungsverhältnisse verschaffen.<sup>105</sup> Solange dies gewährleistet ist, können die Bedenken im Hinblick auf die Informationsverarbeitungs-kapazität des Kapitalmarktes im Ergebnis nicht durchgreifen. Wenn sich insoweit wider Erwarten Probleme ergeben sollten, liegt der richtige Weg zur Wahrung der Informationsverarbeitungskapazität des Kapitalmarkts nach Ansicht der Verfasser nicht im Inkaufnehmen einer (je nach Sachlage deutlich) schlechteren Informationsqualität, sondern in der Verbesserung der Medien der Vermittlung von Stimmrechtsinformationen und dem sinnvollen Einsatz zeitgemäßer Informationstechnologie. Insoweit bietet das derzeitige Melderegime noch erheblichen Spielraum für Verbesserungen.<sup>106</sup>

## 6. Modellkritik

Nach *Fleischer/Schmolke* „wird die überlegene Genauigkeit einer Delta-Berechnung dadurch relativiert, dass über ihre Variablen und deren Gewichtung keineswegs Einigkeit besteht“.<sup>107</sup> *Seibt* etwa weist insbesondere auf die Abhängigkeit der erwarteten Volatilität von subjektiv geprägten Schätzungen hin.<sup>108</sup> Hierzu ist zunächst anzumerken, dass die angenommene künftige Volatilität der Referenzaktie der einzige erhebliche Einflussfaktor für den Delta-Wert einer Option ist, der sich nicht objektiv beobachten lässt.<sup>109</sup>

Allerdings sind Volatilitätswerte keineswegs beliebig. Soweit auf eine Aktie (auch) börsennotierte Optionen existieren, lässt sich die vom Kapitalmarkt zugrunde gelegte (implizite) Volatilität aus deren jeweiligem Kurs ableiten.<sup>110</sup> Bei Aktien ohne beobachtbaren Optionsmarkt kann aus der anfänglichen Optionsprämie errechnet werden, welche Volatilität die Vertragspartner bei der Preisfindung zugrunde gelegt haben. Damit gibt es einen objektivierba-

ren Ausgangswert für die melderechtliche Betrachtung. Spätere Modifikationen müssen durch Änderungen der beobachtbaren Rahmenbedingungen begründbar sein.<sup>111</sup> Zudem ließe sich festschreiben, dass bei Unsicherheiten der höchste mögliche Deltawert zugrunde gelegt werden muss. Hinzu kommt, dass die Volatilität nur bei Optionen, die weit „aus dem Geld“ sind, größeren Einfluss auf den Delta-Wert hat. Gerade solche Optionen sind aber für das Stakebuilding wenig geeignet, weil ihr Delta sich tendenziell im unteren Bereich bewegt und sie sich damit wirtschaftlich auf eine vergleichsweise geringe Zahl von Aktien beziehen.

Das folgende Beispiel einer Call-Option mit einer Restlaufzeit von einem Jahr, Ausübungspreis € 95, risikolosem Zinssatz von 2 % und einem Preis des Basiswerts von € 95 verdeutlicht, wie gering die Abhängigkeit des Deltawerts von der angenommenen Volatilität bei im Geld befindlichen Optionen mit hohem Delta ist. Das Delta schwankt in diesem Beispiel nur zwischen 0,58 und 0,63, wobei realistischerweise keine so große Ungewissheit über die Volatilität unterstellt werden kann.

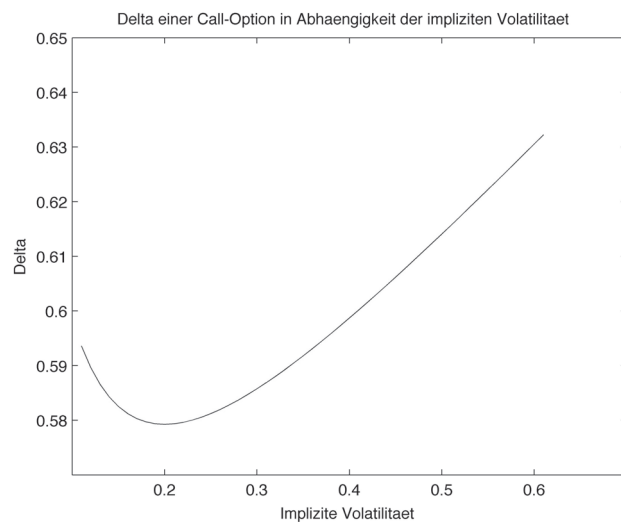


Abb. 3: Delta in Abhängigkeit der impliziten Volatilität;  
Quelle: eigene Darstellung

Wie bereits ausgeführt, ergeben sich bei „aus dem Geld“ befindlichen Optionen größere Abweichungen;<sup>112</sup> solche Optionen sind allerdings aufgrund ihres im unteren Bereich liegenden Delta-Werts für das Stakebuilding auch weniger geeignet.

Insgesamt zeigt sich damit, dass Delta-Werte hinreichend objektiv feststellbar und „justizierbar“ sind – wovon der Gesetzgeber im Bankenaufsichts- und Investmentrecht und im Bereich der Leerverkaufpublizität ja auch selbst ausgeht. Vor allem darf nicht übersehen werden, dass der nominale Ansatz ein Delta von konstant eins unterstellt

105 Die BaFin-Datenbank findet sich unter <http://ww2.bafin.de/database/AnteileInfo/start.do> (zuletzt abgerufen am 22.5.2012).

106 Zu denken wäre etwa daran, die Datenbank der BaFin künftig als zentrales Informationsmedium auszugestalten und Informationen unmittelbar auf elektronischem Weg zu melden, wie es im Bereich der Leerverkaufsinformationen schon vorgesehen ist. Als zeitgemäßes „push“-Medium für den interessierten Anleger bieten sich sog. „RSS-Feeds“ an, wie sie etwa die Entscheidungsdatenbank des BGH inzwischen zur Verfügung stellt. Hierüber können ganz gezielt Informationen zu einzelnen Emittenten „abonniert“ und automatisch ausgewertet und gefiltert werden.

107 *Fleischer/Schmolke*, NZG 2010, 846 (854).

108 *Seibt*, ZGR 2010, 795 (832 f.).

109 *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 296. Insbesondere der Zins für risikolose Anlagen hat nur einen äußerst geringen Einfluss auf den Delta-Wert und lässt sich zudem beobachten.

110 S. oben in und bei Fn. 26; insb. *Hull*, Options, Futures and other Derivatives, 7. Aufl. 2009, S. 296 f.

111 Diese Begründung ist anhand der beobachtbaren Entwicklung der impliziten Volatilitäten börsennotierter Optionen auf vergleichbare Aktien überprüfbar.

112 Legt man im Beispiel einen Aktienkurs von 60 zugrunde, so beträgt das Delta bei einer Volatilität von 60 % 0,33 und bei einer Volatilität von 20 % nur 0,02. Allerdings ist eine Unsicherheit von 40 %-Punkten, wie ausgeführt, unrealistisch hoch.

und damit wesentlich größere Verzerrungen bewirkt, als sie aus Unsicherheiten über den Deltawert folgen können.

### 7. Eröffnung neuer Umgehungsmöglichkeiten durch § 25a WpHG

Sorge vor neuen Umgehungskonstruktionen war einer der Gründe, die den Gesetzgeber im Anschluss an *Seibt* zur Festschreibung des Delta-Werts bei eins bewegen haben (§ 25a Abs. 2 Satz 2 Halbs. 2 WpHG)<sup>113</sup>. Hiermit eröffnet das Gesetz aber seinerseits Spielräume für neue Vermeidungsstrategien. Die (angesichts der Kreativität der Beratungspraxis allerdings wohl kaum einzige)<sup>114</sup> offene Flanke des neuen § 25a WpHG sind Finanzinstrumente mit einem über eins liegenden Delta-Wert. Sie werden durch den nominalen Ansatz der §§ 25, 25a WpHG nicht mit ihrem vollen wirtschaftlichen Gewicht gemessen. Eine Option mit einem Delta-Wert von 2 auf 3 % der Aktien eines Emittenten wäre im nominalen System (und im Rahmen des § 25a WpHG) nicht meldepflichtig, würde sich wirtschaftlich aber auf 6 % der Aktien beziehen. Im *Black-Scholes-Merton*-Modell kann das Delta zwar maximal den Wert eins annehmen.<sup>115</sup> Allerdings gibt es auch atypische „exotische“ Optionen, die sich mit diesem Modell nicht oder nur mit Modifikationen bewerten lassen, und deren Delta die Marke von eins überschreiten kann.<sup>116</sup> Für einen Finanzmathematiker wäre es durchaus möglich, atypische Optionen mit einem deutlich über eins liegenden Delta zu kreieren, wenn dafür eine Nachfrage besteht.<sup>117</sup>

Damit zeigt sich, dass der nominale Ansatz Optionspositionen nicht notwendig zu groß abbilden muss, sondern der Verzerrungseffekt auch in die andere Richtung gehen kann und es ggf. einem „Delta-Riesen“ ermöglicht, sich als „Däumling“ zu tarnen. Ob sich solche Gestaltungen de lege lata durch „offensive“ Handhabung des § 25a WpHG erfassen lassen, erscheint zweifelhaft und kann an dieser Stelle nicht endgültig geklärt werden.<sup>118</sup> Entscheidend ist, dass solche Probleme sich bei einer Delta-adjustierten Meldepflicht gar nicht erst stellen.

113 S. oben in und bei Fn. 58.

114 Vgl. *Uwe H. Schneider*, AG 2011, 645 (646).

115 *Seibt*, ZGR 2010, 795 (832); *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Zürich 2010, S. 72 f.

116 Vgl. *Easton/Gerlach*, Accounting and Finance 47 (2007), 109 (117), zu sog. „barrier options“.

117 Die Verfasser danken Herrn Dipl. Mathematiker *Steffen Hennig*, MSc (Financial Engineering), London, der Beratungsleistungen zu Derivaten und strukturierten Finanzierungen erbringt, für die (unverbindliche) Bestätigung dieser Einschätzung.

118 Die Option könnte so gestaltet werden, dass der Optionsnehmer tatsächlich Lieferung der geringen nominal in Bezug genommenen Aktienzahl verlangen kann. Damit fiele die Option in den Bereich des § 25 WpHG und wäre wohl schon deshalb nicht über § 25a WpHG zu erfassen. Anders wäre es allenfalls, wenn man das Optionsgeschäft in einen unter § 25 WpHG und einen unter § 25a WpHG fallenden Teil „aufspalten“ wollte. Dann würde sich das Problem stellen, ob die gesetzliche Vorgabe, einen Deltawert von eins zugrunde zu legen, berichtigend als „mindestens eins“ gelesen werden kann. Dies wäre aufgrund von Art. 103 Abs. 2 GG allenfalls in Form einer gespaltenen Auslegung möglich, welche die h.M. aber ablehnt (BGH v. 19.7.2011 – II ZR 246/09, AG 2011, 786, 788 = BB 2011, 2574 [2576]).

### VI. Fazit

Mit der „long“-Position des einen Vertragspartners geht bei Geschäften in Finanzinstrumenten eine entsprechende „short“-Position der Gegenseite einher. Banken neutralisieren diese i.d.R. durch die Anschaffung der zugrunde liegenden Aktien. Während eine solche Hedging-Position in Aktien bei manchen Finanzinstrumenten (z.B. Total Return Equity Swaps) während ihrer gesamten Laufzeit unverändert bleiben kann, erfordern Derivate mit asymmetrischem Payoff (Optionen) ein „dynamisches“ Hedging. Grund hierfür ist, dass Optionen nicht immer gleich auf Kursbewegungen der zugrunde liegenden Aktien reagieren. Ihre Sensitivität hierfür, der sog. Delta-Wert, hängt vielmehr von einer Reihe von Einflussfaktoren ab, insb. davon, ob der Aktienkurs den Basispreis übersteigt, erreicht oder unterschreitet, die Option also „im“, „am“ oder „aus dem“ Geld ist. Der Inhaber der „short“-Position kann errechnen, wie viele Aktien er zu Hedgingzwecken benötigt, indem er die nominal von dem Finanzinstrument in Bezug genommene Aktienzahl mit dem Delta-Wert des Finanzinstruments multipliziert. Das daraus resultierende „Delta-Äquivalent“ ist ein Maß für die Größe der zu erwartenden Hedgingposition in Aktien – und damit zugleich für die Bedeutung des Finanzinstruments im Hinblick auf Fragen der Beteiligungstransparenz.

Aus diesem Grund erfasst das englische Recht Finanzinstrumente im Rahmen der Meldevorschriften z.T. mit ihrem Delta-Äquivalent. Dieses Maß ist zwar genauer, aber auch komplizierter zu handhaben, weil sich der Delta-Wert von Optionen ändern kann und es deshalb ggf. zu „passiven“ Schwellenberührungen kommt, selbst wenn sich die nominal referenzierte Zahl von Aktien nicht verändert. Deshalb muss der Delta-Wert laufend beobachtet werden. Demgegenüber folgt das deutsche Recht (auch im Rahmen von § 25a WpHG) – ebenso wie die eidgenössische Lösung – einem rein nominalen Ansatz. Das Schrifttum lehnt eine „Delta-adjustierte“ Messung von Finanzinstrumenten als zu kompliziert und zu wenig objektivierbar ab und befürchtet zudem eine „Flut“ von Meldungen sowie die Eröffnung neuer Umgehungsspielräume.

Diese Befürchtungen haben sich im Vereinigten Königreich trotz Einführung der Delta-adjustierten Meldepflicht bislang nicht bestätigt. Zudem bildet der nominale Ansatz die wirtschaftlich von einem Finanzinstrument referenzierte Aktienzahl verzerrt ab. Diese Verzerrung lässt Optionspakete meist größer erscheinen, als es ihrem tatsächlichen wirtschaftlichen Gewicht entspricht. Sie kann aber auch in die andere Richtung wirken, weil atypische Finanzinstrumente mit einem über eins liegenden Delta-Wert systematisch zu niedrig erfasst werden. Insoweit sind auch nach Inkrafttreten des § 25a WpHG neue „Umgehungsversuche“ zu erwarten, die bei einer Delta-adjustierten Berechnung ausgeschlossen wären. Zudem schreibt das Gesetz bereits im Investment- und Bankenaufsichtsrecht sowie im Bereich der Leerverkaufspublizität Delta-adjustierte Berechnungen vor. Das zeigt, dass diese sowohl hinreichend justiziabel als auch den Marktakteuren zumutbar sind.