



Hartmann Müller Partner
Rechtsanwälte/Attorneys at Law

«hmp topics»

Ausserbörslich (OTC) gehandelte Schweizer Aktien – eine gute Kapitalanlage bei verbesserungsfähiger Information über Handel und Gesellschaften

Dr. Jürg E. Hartmann

August 2017

Akteure im ausserbörslichen (OTC) Handel von Schweizer Aktien

Der ausserbörsliche Handel von nicht-börsenkotierten Schweizer Aktien bzw. Aktien von Schweizer Gesellschaften wurde in der Schweiz erst Anfang der Siebzigerjahre durch spezialisierte Banken aufgenommen. Dies, nachdem bereits zuvor die Börsen von Zürich, Basel und Genf gegründet wurden, an denen ein regulierter und beaufsichtigter Handel von börsenkotierten Aktien und Obligationen stattfand. Der damalige nicht regulierte und nicht der Aufsicht der (dann-zumaligen) EBK unterstehende ausserbörsliche Handel von nicht-börsenkotierten Schweizer Aktien wurde zwischen den beteiligten Banken lange allein per Telefon abgewickelt. Etwas grössere, wenn auch noch nicht ganz zufriedenstellende Transparenz wurde in diesem Marktsegment erst in diesem Jahrhundert geschaffen. Im Jahr 2004 führte die Berner Kantonalbank eine internetbasierte OTC-Handelsplattform für nicht-börsenkotierte Schweizer Aktien ein.

Heute sind im **ausserbörslichen (OTC) Handel von nicht-börsenkotierten Schweizer Aktien bzw. Aktien von Schweizer Gesellschaften** vorab die Zürcher Kantonalbank (ZKB) und

die Berner Kantonalbank (BEKB) mit ihren (**internetbasierten**) OTC-Handelsplattformen aktiv (**eKMU-X** der ZKB und **OTC-X** der BEKB). Die BEKB übernahm dabei die Aktivitäten der Valiant Bank, welche den ausserbörslichen Handel von der Luzerner Regiobank bzw. der Volksbank Willisau akquirierte. Letztere begann diesen Handel vor rund 50 Jahren und war lange Marktführerin. Weiter sind in diesem OTC-Markt heute die Privatbank Lienhardt & Partner (**Lienhardt**) und **Bondpartners SA** aktiv tätig.

Die Banken- bzw. Effektenhändler-Akteure in diesem Markt tätigen die Geschäfte im ausserbörslichen (OTC) Handel teils im Kommissionsgeschäft für Rechnung ihrer Kunden mit **Matching der Kauf- und Verkaufsangebote** und entsprechender Courtagenbelastung an die Kunden (**BEKB**), teils als **Quasi-Market-Maker im Nostrohandel auf eigene Rechnung** (**Bondpartners** mit HelveticaA), teils in **Kombination der beiden Varianten** (**ZKB** und **Lienhardt**). Tritt einer dieser Akteure als Market-Maker für die Aktien einer Emittenten-Gesellschaft auf, so wird dieser Handel in eigenem Namen und auf eigene Rechnung über das Nostro-Konto bzw. –Depot gemacht, wobei dazu ein Eigenbestand der entsprechenden Aktien gehalten wird.

Anleger bzw. Käufer und Verkäufer von entsprechenden Aktien können sich über den jeweiligen Handelsstand mehr oder minder gut auf den elektronischen OTC-Handelsplattformen der Akteure orientieren und haben ihre Kauf- und Verkauforders grundsätzlich über ihre jeweilige Hausbank als Finanzintermediär an die Akteure einzugeben.



Markt der ausserbörslich (OTC) gehandelten Schweizer Aktien

Von den rund 215'000 Schweizer Aktiengesellschaften sind an der regulierten und von der FINMA beaufsichtigten SIX Swiss Exchange derzeit u.a. rund 240 Aktien und vergleichbare Papiere von Schweizer Gesellschaften kotiert. An der gleichfalls von der FINMA beaufsichtigten BX Berne eXchange, der (rückgängigen) Börse für KMU, sind (noch) Aktien von 16 Schweizer (Immobilien-) Gesellschaften kotiert.

Der **heutige ausserbörsliche (OTC) Handel** umfasst **rund 300 Aktien und vergleichbare Papiere** von Schweizer Gesellschaften mit immer noch steigender Tendenz. Die ZKB und die BEKB handeln auf ihren **OTC-Handelsplattformen** zusammengenommen rund 300 Titel. Die Anzahl der gehandelten bzw. publizierten Titel sagt allerdings noch nichts über die erzielten Handelsvolumina und Liquidität der einzelnen Aktien aus. Der **jährliche Gesamtumsatz** von Aktien auf den OTC-Handelsplattformen wird auf **rund CHF 400 Mio.**

(2016) geschätzt. Dies liegt jedoch sehr weit unter dem Umsatz, der jährlich an der SIX Swiss Exchange erzielt wird.

Regulierung

Bis Ende 2015 waren die Akteure der OTC-Handelsplattformen als Banken bzw. Effektenhändler der Regulierung und Aufsicht der FINMA gemäss damaligem Börsengesetz (**BEHG**) unterstellt. Eine zusätzliche und spezielle Regulierung des (OTC) Handels mit transparenten Regeln und Verfahren auf den OTC-Handelsplattformen und Informationspflichten der Emittenten bestanden nicht (im Gegensatz zu den Regelungen für die SIX Swiss Exchange und die BX Berne eXchange).

Dies änderte sich mit dem Inkrafttreten des Finanzinfrastrukturgesetzes (**FinfraG**) per 1. Januar 2016. Auf eine eingehende und strenge Regulierung des Handels auf den OTC-Handelsplattformen, insbesondere solche mit Matching, als Handelsplätze gemäss FinfraG (wie Börsen und multilaterale Handelssysteme) wurde allerdings ausdrücklich verzichtet. Von einer Regelung der Informationspflichten der Emittenten-Gesellschaften wurde ganz abgesehen.

Die **OTC-Handelsplattformen** sind unter dem FinfraG nunmehr als **organisierte Handelssysteme** zu qualifizieren, welche den multilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, den Austausch von Angeboten sowie den **Vertragsabschluss nach diskretionären Regeln** bezwecken (**Art. 42 lit. a FinfraG**). Dies trifft grundsätzlich auf **(OTC) Handelsplattformen** zu, welche das **Matching mit Zusammenführung von Käufern und Verkäufern auf diskretionärer Basis** betreiben (womit die Abwicklung des Handels nicht nach fixen und starren Regeln erfolgt, wie z.B. an der SIX Swiss Exchange). Dazu hat die **FINMA** am 25. Januar 2017 das **Rundschreiben 2018/1** (Pflichten von Betreibern eines organisierten Handelssystems (OHS)) erlassen, welches per 1. Januar 2018 in Kraft treten soll. Damit wird den Akteuren von OTC-Handelsplattformen eine angemessene Übergangsfrist gewährt.

Mit der Qualifizierung der OTC-Handelsplattformen als organisierte Handelssysteme ist u.a. Art. 40 Finanzinfrastrukturgesetz-Verordnung (FinfraV) bezüglich der Sicherstellung eines geordneten Handels und eines organisierten Handelssystems anwendbar, der u.a. besagt: "Der Betreiber eines organisierten Handelssystems legt **transparente Regeln und Verfahren für einen fairen, effizienten und ordnungsgemässen Handel** sowie **objektive Kriterien für die wirksame Ausführung von Aufträgen** fest." Dabei dürfen bei Vertragsabschlüssen nach diskretionären Regeln (welche u.a. den First- und Last-Look sowie den Selbsteintritt erlauben) Kundenaufträge durch die Akteure der entsprechenden Plattformen allerdings nur zusammengeführt und zum Abschluss gebracht werden, wenn die **bestmögliche Erfüllung (best execution)** gewährleistet werden kann (Art. 39 Abs. 4 FinfraV).

Für die **Emittenten-Gesellschaften** von Aktien, die über organisierte Handelssysteme gehandelt werden, bestehen aber unverändert **keine zusätzlichen Informationspflichten** in Bezug auf ihre gesellschaftliche Tätigkeit.

Verbesserung der (Handels-) Transparenz

Voraussetzung für einen guten, effizient kursbildenden Handel sind (Handels-) Transparenz, Information und Liquidität.

Bezüglich der **(Handels-) Transparenz** wurden bereits vor Inkrafttreten des FinfraG Anfang 2016 recht grosse Fortschritte erzielt. Dies durch die elektronischen Handelsplattformen mit im Internet zugänglichen Kursübersichten. Aktuelle Geld- und Briefkurse mit Stückanzahl sind heute bei BEKB, ZKB und Lienhardt für die jeweils gehandelten Aktien im Internet für den normalen Anleger verfügbar. Zeitnah aktuell gehandelte Kurse publizieren die BEKB und ZKB im Internet. Lienhardt macht im Internet vergleichende Geld- und Briefkurse von BEKB und ZKB zugänglich. Bei allen Akteuren kann über die jeweiligen Hausbanken mittels der elektronischen Handelsplattformen durch normale Anleger gehandelt werden. Zudem geben die Akteure die gestellten Geld- und Brief-

kurse bei Telekurs, Reuters und Bloomberg ein, welche dort zeitnah abgerufen werden können, soweit der Zugang zu diesen Informationsplattformen besteht. Verbesserungen sind damit hier vorab im Bereich der zeitnahen Publikation von aktuell gehandelten Kursen, der vergleichenden Geld- und Briefkurse und der gemäss FinfraV (Art. 42 und 43) geforderten Vor- und Nachhandelstransparenz noch möglich. Dazu wird (auch) der Wettbewerb unter den Hauptakteuren in diesem Handelssegment beitragen, der für die Handelstransparenz wünschenswert ist. In jedem Falle schreibt nun Art. 39 Abs. 2 FinfraV die vollständige chronologische Aufzeichnung aller Transaktionen durch die OTC-Handelsplattformen vor.

Vorbildlich ist die ZKB, die aufgrund von Art. 40 FinfraV bereits ab Mitte 2017 **Handelsregeln** (zum diskretionären Handel) für ihre **OTC-Handelsplattform ekmu-X** erlassen hat, welche die grundsätzliche Gleichbehandlung der Handelsteilnehmer sowie die Transparenz, Effizienz und Ordnungsmässigkeit des Handels sicherstellen sollen. Abschlüsse erfolgen im Matching grundsätzlich zum besten handelbaren Preis gestützt auf die Aufträge in Orderbuch. Dies jedoch unter dem Vorbehalt von First- und Last-Look und Selbsteintritt der ZKB als Market-Maker, was den diskretionären, nicht fixen und starren Regeln untersehenden Handel charakterisiert.



Verbesserung der Information

Das FinfraG hält keine zusätzlichen Regelungen in Bezug auf Informationen der Emittenten-Gesellschaften von nicht-börsenkotierten und OTC gehandelten Aktien über deren (zeitnahen) Finanzstatus und Geschäftsverlauf fest (wie dies für börsenkotierte Gesellschaften zutrifft).

Zur Transparenz eines effizienten, kursbildenden Handels haben damit die **Gesellschaften**, deren nicht-börsenkotierte Aktien ausserbörslich gehandelt werden, selbst das Ihre durch **(freiwillige) regelmässige Information und Berichterstattung** beizutragen. Dies muss grundsätzlich im Interesse dieser Gesellschaften liegen, soweit der ausserbörsliche Handel nicht gegen deren Willen stattfindet, was vereinzelt auch vorkommen kann. Die betroffenen Gesellschaften sind – mangels diesbezüglicher Regulierung des ausserbörslichen Aktienhandelssegmentes – im Wesentlichen **lediglich zur jährlichen Berichterstattung im Rahmen des obligationenrechtlich vorgeschriebenen Geschäftsberichtes** (mit Jahresbericht, Jahresrechnung und allfälliger Konzernrechnung) an ihre Aktionäre verpflichtet. Die (einfachen) Rechnungslegungsvorschriften des Obligationenrechts erfüllen die gesetzlichen und regulatorischen Anforderungen. Entgegen der Regulierung an der SIX Swiss Exchange sind namentlich die öffentliche Publikation des Geschäftsberichtes, die Publikation von Zwischenresultaten, die Einhaltung von Mindeststandards von (True and fair view-) Rechnungslegungsvorschriften (IAS, Swiss GAAP FER etc.), die Ad-hoc Publizität von kursrelevanten Tatsachen, die Offenlegung von Beteiligungsquoten durch Aktionäre sowie die Offenlegung von Management-Transaktionen nicht vorgeschrieben.

Dennoch sollten sich die betroffenen Gesellschaften um eine **offenere Berichterstattung** in teilweiser Angleichung an den börsenmässigen Standard im Eigeninteresse einer effizienten Kursbildung, Gesellschaftsbewertung und Kapitalbeschaffung bemühen, was teilweise auch gemacht und von den grösseren OTC-Handelsplattformen grundsätzlich gefordert wird. Mittel dazu sind die Publikati-

on des **Geschäftsberichtes**, die Publikation von **Zwischenresultaten**, die Publikation von **Fact Sheets**, die Darstellung der Geschäftstätigkeit in spezialisierten Wirtschaftsmedien, eine **Rechnungslegung in einem True and fair view-Standard** (wie z.B. Swiss GAAP FER) wie auch das Engagement von einem der OTC-Handelplattform-Akteure als **Market-Maker**, der oft bei entsprechender Informationsversorgung bereit ist, die Gesellschaft mit **Equity Research Berichten** abzudecken (beispielsweise so bei der ZKB).

KMU Portrait

Davos Klosters Bergbahnen AG

Hoffen auf die Trendwende im Tourismussektor

Branche: Tourismus
 Val.-Nr.: N: 1 727 783 Kurs: CHF
 Autor: André Spillmann/Hendrik Albers +41 44 293 65 58

In CHF	2014/15	2015/16	2016/17
GpA	4.19	2.77	5.12
KGV	54.89	77.62	41.02
Preis/Buchwert	3.29	3.26	3.11
Dividende	3.6	3.6	3.6
Preis/Umsatz	1.61	1.4	1.35
EV/EBITDA	6.91	6.66	6.28
Preis/Cashflow	7.44	4.28	3.8

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Verbesserung der Liquidität

Transparenz im Handel und regelmässige Berichterstattung durch die Gesellschaft können die **Liquidität der gehandelten Aktien** bereits im Sinne einer grösseren Bereitschaft zum Handel erhöhen. Vorab vorgegeben ist die Liquidität selbstverständlich durch die Anzahl der handelbaren Aktien gemäss bestehendem Kapital und bestehenden langfristigen (Anker-) Aktionären (**Free Float**).

Als **zusätzliche Massnahmen** zur Erhöhung der Liquidität und des Streubesitzanteils kommen seitens der Gesellschaften vorab **Aktienkapitalerhöhungen** und **Aktiensplits** in Frage, welche allerdings der Zustimmung der Generalversammlung bedürfen. Sodann ist die **Abgabe von Aktien** durch oft anzutreffende **Anker- und Mehrheitsaktionäre** wie auch die **Placierung von Aktien aus dem Eigenbestand** möglich. Weiter kann die Liquidität

auch erhöht werden durch die **Erleichterung oder Abschaffung** der sehr häufig anzutreffenden **Vinkulierungsvorschriften** bezüglich der gehandelten Namenaktien, deren Handel ohnehin als nicht-börsenkotierte Papiere aus rechtlicher Sicht problematisch ist und im schlechtesten Falle zu Transaktions-Rückabwicklungen führen kann (Art. 685c Abs. 1 OR).

Transparenz im Handel, regelmässige Berichterstattung durch die Gesellschaft und genügende Liquidität kann auch das **Interesse von institutionellen Investoren**, wie spezialisierten Beteiligungsfonds, Vermögensverwaltern und Pensionskassen an ausserbörslichen Nebenwerten fördern. Schweizerische Pensionskassen sind allerdings immer noch zurückhaltend mit solchen Engagements, wenn auch die Anlage in ausserbörslich gehandelte Aktien gemäss der einschlägigen Gesetzgebung für die Berufliche Vorsorge (BVG) nicht ausgeschlossen wird.

Abwicklung / Settlement

Rund 70% der ausserbörslich gehandelten Aktien sind SIS-fähig und deren Handel kann im SIS Clearingsystem mit der SIX SIS AG als Verwahrungsstelle abgewickelt werden. Dabei sind die physisch ausgegebenen, in Sammelverwahrung genommenen Aktien oder die begebenen Wertrechte oder Globalurkunden letztlich in Bucheffekten umzuwandeln. All dies hat als hintergründige Abwicklungsmodalität grundsätzlich keinen Einfluss auf den beschriebenen Handel der ausserbörslichen Papiere. Es verbleibt allein der Umstand, dass sich der **"Dispobestand"** der gehandelten vinkulierten Namenaktien erhöht, deren (erwerbende) Aktionäre im Aktienbuch der Gesellschaft nicht eingetragen und damit der Gesellschaft nicht bekannt sind. Dies hat sich in der Praxis so entwickelt, wenn auch grundsätzlich Disponamenaktien gesetzlich für nichtkotierte Gesellschaften nicht vorgesehen sind und sich daraus Rückabwicklungsprobleme ergeben können (falls die Zustimmung der Gesellschaft zur Aktienübertragung nicht erfolgt).

Ausserbörsliche Aktien können eine gute Kapitalanlage sein

Bei den rund 300 ausserbörslich gehandelten Aktien von Schweizer Gesellschaften geht es vorab um in verschiedensten Branchen tätige kleinere und mittlere Gesellschaften, häufig mit regionaler Verankerung und regionalem Aktionariat und oft anzutreffenden (Familien-) Anker- oder Mehrheitsaktionären. Stark vertreten sind **Dienstleistungsbereiche, wie Tourismus, Regionalbanken, Medienunternehmen**, aber auch **Industriegesellschaften**. Seltener anzutreffen sind grössere Gesellschaften, die international tätig sind, wie beispielsweise (bis vor kurzer Zeit) die Versandapotheke Zur Rose AG oder (vor längerer Zeit) DKSH.

Viele dieser Gesellschaften sind gut aufgestellt, weisen solide Bilanzen und nachhaltige Ertragsaussichten auf, oftmals getragen von einem stabilen (Familien-) Ankeraktionariat, das ein nachhaltiges, nicht von kurzfristigen Erfolgen des Managements gestörtes Wachstum stützt. Es finden sich darunter auch eigentliche Renditeperlen, was bei dem heutigen niedrigen Zinsumfeld besonders interessant erscheint. Viele dieser Aktien weisen zudem in ihren Kursverlauf eine recht geringe Korrelation zu börsenkotierten Titeln auf. Auch ist die Volatilität oft tiefer. Dies hat sich erneut in der Aktienbaisse im Zusammenhang mit der Finanzkrise 2008 gezeigt. So wiesen beispielsweise viele solide und regional verankerte Bankentitel eine gute Performance auf. Sodann bilden diese Nebenwerte grundsätzlich auch nicht Basis für strukturierte und derivative Produkte, was sich zusätzlich volatilitätserhöhend bei börsenkotierten Titeln auswirkt. In den Jahren 2000 bis 2012 wies der OTC-Markt gegenüber Titeln des SPI eine deutlich höhere Gesamtrendite aus. Dies änderte allerdings nach dem Jahre 2012 und der OTC Liquidity-Index zeigte eine Underperformance. Dafür dürften die Nebenwerte in der nächsten Börsenbaisse weniger Volatilität aufweisen, so wie in der Finanzkrise 2008.

Diese Nebenwerte und ausserbörslich gehandelten Aktien und ähnliche Papiere sind damit für längerfristig denkende private Investoren,

Ankeraktionäre und institutionelle Investoren geeignet. Einerseits ist die Liquidität und Handelbarkeit (für Kauf und Verkauf) eingeschränkter als bei Börsenpapieren. Andererseits sind die (soliden und guten) Gesellschaften in ihrer Aktienvolatilität tiefer und zudem langfristig und nachhaltig ausgerichtet, oft getragen von einem zuverlässigen Anker- oder Mehrheitsaktionär, was als ein Vorteil gegenüber börsenkotierten Titeln erscheinen mag, deren Management unter dem gegebenen Informations- und Erfolgsdruck zu kurzfristigem Handeln und Erfolgsausweisen gezwungen ist, was sich oft als Nachteil erweisen mag (Rettung der UBS in der Finanzkrise 2008).

Blick in die Zukunft

Es ist zu hoffen, dass sich die **Handelstransparenz** im Segment der Nebenwerte durch die neuen Regelungen des FinfraG und durch den Wettbewerb der gegenwärtigen Hauptakteure (BEKB, ZKB, Lienhardt) noch **weiter erhöht**. Sodann sollte sich die **periodische Information und Berichterstattung der Gesellschaften** (einschliesslich Zwischenberichterstattung und freiwillige Ad-hoc Publizität) wie auch gestützt

darauf die Research Verfolgung zumindest gewisser Gesellschaften durch die Market-Maker oder andere Akteure **weiter verbessern**. Eine "börsenmässige" an der SIX Swiss Exchange geforderte weitgehende Transparenz kann und muss nicht erzielt werden. Eine kostenmässig noch vertretbare Verbesserung ist aber angezeigt und möglich. Es ist hier der richtige Mittelweg zu suchen, welcher die mit der Transparenz verbundenen Vor- und Nachteile in ausgewogener Weise abwägt. Damit könnte sich die Attraktivität dieses Marktes der Nebenwerte – insbesondere auch mit **zusätzlichen Market-Maker Aktivitäten** – noch erhöhen, was sich letztlich zu Gunsten der Gesellschaften und deren Aktionären auswirken muss.

Damit wäre schon Einiges erreicht, selbst wenn sich eine einheitliche schweizerische elektronische Handelsplattform für diese Nebenwerte vorderhand wohl kurzfristig nicht realisieren lässt. Dies, weil derzeit der Wettbewerb der (Haupt-) Akteure noch auf der hier aufgezeigten Basis spielt und die Wettbewerber zu diesem Schritt (noch) nicht bereit sind. Dieser Wettbewerb ist grundsätzlich auch gut in einem Markt, der sich immer noch ständig in Entwicklung befindet und der auch noch Potential zur Verbesserung aufweist.

Hartmann Müller Partner

Rechtsanwälte / Attorneys at Law

Dr. Jürg E. Hartmann
Dr. Niklaus B. Müller, LL.M.
Dr. Beat Spörri, LL.M.
Lic. iur. Markus Aeschbacher, LL.M.*
Dr. Marco Colombini
Lic. iur. Nina Maag
Lic. iur. Sonja Rothwangl, LL.M.
M.A. Anne-Cathrine Tanner

CH-8044 Zürich
Zürichbergstrasse 66
Telefon +41 (0)43 268 83 00
Telefax +41 (0)43 268 83 01
www.hmp.ch

* Fachanwalt SAV Bau- und Immobilienrecht

Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und beziehen sich daher nicht auf die Umstände einzelner Personen oder Rechtsträger. Der Inhalt dieses Artikels stellt keine Rechts- oder Steuerauskunft dar und darf nicht als solche verwendet werden. Sollten Sie eine auf Ihre persönlichen Umstände bezogene Beratung wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihre Kontaktperson bei Hartmann Müller Partner oder an den Autor des vorliegenden Artikels.