

HandelszeitungOnline

& THE WALL STREET JOURNAL

OFFENLEGUNG

Rechtliche Seite von Optionsstrategien

Der Einsatz von Optionen zum Aufbau von Beteiligungen bei Saurer, Implenja und Sulzer hat öffentliche Kontroversen ausgelöst. In der Folge wurde das Offenlegungsrecht verschärft. Offen ist jedoch, welche rechtlichen Auswirkungen dies in den aktuellen Übernahmekämpfen wirklich hat.



Dieter Dubs und Rolf Watter

Handelszeitung 15.01.2008

Von Rolf Watter, Prof.Dr., und Dieter Dubs, Dr., Partner Bär & Karrer AG, Zürich. Die beiden Autoren haben in den beschriebenen Fällen die Zielgesellschaften vertreten und sind in den noch hängigen Verfahren weiter tätig.

Einige Investoren haben in den vergangenen beiden Jahren in Übernahmekämpfen (Saurer und Implenja) sowie beim Aufbau einer faktisch kontrollierenden Beteiligung (Sulzer) verschiedenartige Optionsstrategien angewendet. Optionsgeschäfte wurden vor allem mit dem Ziel eingesetzt, eine Offenlegungsmeldung beim Beteiligungsaufbau zu vermeiden. Eine Offenlegung hätte dem Markt die Information verschafft, dass ein Grossinvestor «einsteigt», was den Einstandspreis bei weiteren Zukäufen erhöht hätte.

Was will das Offenlegungsrecht?

Transparenz und darauf beruhende Preisbildung am Aktienmarkt zählen zu den Regelungszielen des Offenlegungsrechts, wie die Botschaft zum Börsengesetz (Sonderdruck, S. 42) erläutert: «Eine Meldepflicht ist geeignet, die Transparenz für Anleger und Gesellschaften im schweizerischen Wertpapierhandel zu fördern. Die Veränderung massgeblicher Beteiligungen ist kursrelevant. Sind das Volumen der frei handelbaren Titel und die Existenz von Grossaktionären bekannt, so werden missbräuchlich nutzbare Informationsvorsprünge reduziert.» Durch Vermeidung einer Offenlegung wurde beim Aufbau der erheblichen Beteiligung bei Sulzer sowie Implenja dieser Marktmechanismus vermutlich ausser Kraft gesetzt: Die Übernahmeinteressierten «sparten» die Kontrollprämie, die der Grossinvestor bei einem ungestörten Markt zu zahlen hat.

Aktuelle Untersuchungen der EBK

Die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) untersucht in beiden Fällen, ob Meldepflichten verletzt wurden, was namentlich in zwei Konstellationen der Fall wäre:

- Über den Abschluss von Optionsgeschäften und über ähnliche Finanzinstrumente – wie etwa den Contracts for Difference – können Aktien indirekt erworben werden. Da der indirekte Erwerb gleich wie der direkte Aktienwerb meldepflichtig ist, unterstehen Optionsgeschäfte und vergleichbare Finanzprodukte, die einem direkten Aktienwerb gleichkommen, im Zeitpunkt des Abschlusses des Geschäfts der Offenlegungspflicht. Der

Rechtsgrund für die Unterstellung derartiger Geschäfte unter die Offenlegungspflicht ist der Umstand, dass es beim Ausüben der Cash-settled-Option oder bei der vorzeitigen Auflösung des Optionsgeschäfts den ökonomischen Interessen beider Parteien eines solchen Vertrages entspricht, dass der nicht mehr für Absicherungszwecke der Derivatposition benötigte Absicherungsbestand an Aktien dem am Positionsaufbau interessierten Investor überlassen wird.

Die Behörden haben zwischenzeitlich diesen Zusammenhang erkannt: Die Übernahmekommission hat im Fall Saurer den Erwerb von Optionen als indirekten Aktienwerb qualifiziert, und im Fall Implenja hat die EBK den Abschluss von Contracts for Difference als eigennütziges Fremdplatzieren von Aktien und mithin als offenlegungspflichtigen indirekten Erwerb qualifiziert.

- Der Erwerber und Emittent von Finanzinstrumenten – Optionen mit physischer Erfüllung oder Barausgleich, Contracts for Difference etc. – können im Hinblick auf den Aktienwerb in gemeinsamer Absprache mit Dritten handeln und somit als «Gruppe» offenlegungspflichtig sein. In gemeinsamer Absprache handelt, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Aktienwerb durch Vertrag oder eine andere organisierte Vorkehr koordiniert. Finanzinstrumente können als derartige «organisierte Vorkehr» zum koordinierten Erwerb verstanden werden.

Der Abschluss der Untersuchungen wird zeigen, ob sich die Investoren meldekonform verhalten oder einen der oben erwähnten Tatbestände erfüllt haben und demnach eine Offenlegung früher hätte erfolgen müssen.

Weitere Einsatzmöglichkeiten

Optionen wurden aber in den vergangenen Jahren auch eingesetzt, um den Aktienkauf auf der Grundlage der vorher getätigten Optionsgeschäfte vorzufinanzieren. Investoren haben auch die Möglichkeit genutzt, mittels Optionsgeschäfte eine Beteiligungshöhe offen zu legen, die in keiner Weise der tatsächlichen Investition in wirtschaftlicher Hinsicht entsprach (und damit eine Kontrolle vorgespült). Zu nennen sind hier etwa die Fälle von OC Oerlikon und Ascom.

Problematik

Marktstörend war bei den genannten Fällen vor allem, dass die Aktionäre der Zielgesellschaften und die übrigen Marktteilnehmer in Unkenntnis des verdeckten Beteiligungsaufbaus des Kontrollinteressierten ihre Transaktionen tätigten oder – wegen Unkenntnis der wahren Umstände – nicht abschlossen.

Das Börsengesetz anerkennt den engen Zusammenhang zwischen Offenlegungsrecht und dem Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung ausdrücklich an, wie folgendes Zitat aus der schon oben zitierten Botschaft belegt: «Eine Meldepflicht ist eng verknüpft mit der Regelung der öffentlichen Kaufangebote. Der heimliche Erwerb, aber auch die heimliche Veräusserung massgeblicher Beteiligungen über die Börse werden damit verunmöglicht. Infolge der Meldepflicht kann somit ein Aufkäufer sein Erwerbsziel, ausser er realisiert es mittels Paketkauf auf privatem Weg, praktisch nur noch über ein öffentliches Angebot erreichen. Nach der Offenlegung bisheriger Erwerbsvorgänge werden die Kurse reagieren, und die Vorteile weiterer stiller Aufkäufe nehmen stark ab. Die Anteile, die der Aufkäufer ohne Offenlegung erwerben kann, sind durch die Offenlegungsschwellen begrenzt.»

Es scheint offensichtlich, dass diese Begrenzungswirkung einer korrekten Offenlegung im Interesse der Aktionäre in den Fällen Implenja und Sulzer ausser Kraft gesetzt wurde. Denn es ist bei einem breit gestreuten Aktienbesitz unmöglich, dass an einem Tag in zirka sechs Transaktionen innerhalb von weniger als einer Stunde, wie es im Fall Sulzer geschehen ist, eine Beteiligung in der Höhe von rund 20% zu einem Einheitspreis «zusammengekauft» werden kann.

Neues Recht

Der Schweizer Gesetzgeber und die EBK haben im Jahr 2007 mit einmaliger Geschwindigkeit das Offenlegungsrecht verschärft. Grundidee der Änderungen war, dass das Offenlegungsrecht erkennbar machen soll, ob die offen gelegte Stimmbeteiligung auch der Investition in ökonomischer Hinsicht entspricht.

Neben diesem Erkennbarmachen der tatsächlichen Risikoposition eines Aktionärs wurden auch Bestimmungen erlassen, die in Übernahmeekämpfen verstärkt Fairness bringen sollen. Hervorzuheben sind in diesem Bereich zwei Regelungen:

- Erstens gilt ab dem 1. Dezember 2007 eine verschärfte Offenlegungspflicht im Vorfeld einer Übernahme. Der neue Art. 20 Abs. 2bis BEHG (Börsengesetz) legt fest, dass «als indirekter Erwerb () namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten (gelten), die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben».

Diese Regel weitet den indirekten Erwerbstatbestand im Vorfeld einer Übernahme aus und stellt mit dieser Ausweitung zugleich fest, dass der Tatbestand des Handelns in gemeinsamer Absprache dementsprechend «entlastet» wird, d.h., es soll möglichst frühzeitig eine Zurechnung von Aktien an einen potenziellen Übernahmeinteressierten erfolgen, damit der Markt über seine Handlungsalternativen und -absichten informiert wird. Damit werden Banken entlastet, da der sie möglicherweise erfassende Tatbestand des Handelns in gemeinsamer Absprache zulasten des indirekten Erwerbs durch den Übernahmeinteressierten zurückgedrängt wird. Eine zweckgerichtete Anwendung dieser Verschärfung erfordert, dass «im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot» handelt, wer eine Transaktion in Finanzinstrumenten bei objektiver Betrachtungsweise nur macht, weil er dadurch einen Vorteil erhält, sollte er die Kontrolle dann tatsächlich anstreben (es kommt somit auf die subjektive Absicht oder das tatsächliche Unterbreiten eines öffentlichen Kaufangebotes nicht an).

Erfasst ist folglich bereits derjenige Investor, der eine Transaktion vermutungsweise nur macht, um eine bessere Ausgangslage bei einer möglichen Kontrollübernahme zu haben (unabhängig davon, ob eine solche dann auch erfolgt), dies vor allem dann, wenn er sich durch die fragliche Transaktion Aktien «gesichert» resp. aus dem Markt genommen hat.

- Zweitens statuiert Art. 20 Abs. 4bis BEHG eine – neben der Busse – zweite Sanktion: «Auf Verlangen der Aufsichtsbehörde, der Gesellschaft oder eines ihrer Aktionäre kann der Richter die Ausübung des Stimmrechts der Person, die eine Beteiligung unter Verletzung der Meldepflicht erwirbt oder veräussert, für die Dauer von bis zu fünf Jahren suspendieren.» Eine derartige Unterbindung der Kontrollausübung ist sachlich gerechtfertigt, weil aufgrund der beschriebenen Zwecksetzung des Offenlegungsrechts vermutet werden kann, dass der Investor bei korrekter Offenlegung die erlangte Beteiligung entweder gar nicht (oder nur über ein öffentliches Kaufangebot) oder wenn, dann nur zu höheren Einstandspreisen hätte erlangen können. Dieser Missstand kann durch den Entzug des Stimmrechts korrigiert werden. Vor dem Inkrafttreten dieser neuen Sanktion erfolgte Verletzungen wirken sich heute aus den genannten Regelungszwecken des Offenlegungsrechts immer noch marktstörend aus, weshalb diese Sanktion unseres Erachtens auch rückwirkend zur Anwendung kommt.

Verhaltensänderung?

In den vergangenen zwei Jahren musste man aufgrund des Verhaltens von Investoren annehmen, dass die an einer Kontrollübernahme Interessierten das Risiko einer Bussensanktion als gering einschätzten und eine potenzielle Busse deswegen auch ohne weiteres als (kleines) Risiko in ihren Einstandspreis gedanklich einrechneten und folgerten, dass dieser Einstandspreis tiefer liege als der angenommene Einstandspreis bei korrektem Offenlegungsverhalten.

Angesichts des erwarteten Interesses auf Seiten der Behörden, das Offenlegungsrecht durchzusetzen, dürfte sich der risikoadjustierte angenommene Einstandspreis für den Fall der nicht korrekten Offenlegung in zukünftigen Fällen erheblich erhöhen und die Stimmrechtssuspendierung wird Investoren, die Offenlegungsregeln nicht einhalten resp. eingehalten haben, die Kontrolle «kos-ten». Die nächsten Monate werden zeigen, welche rechtlichen Auswirkungen das Offenlegungsrecht in den aktuellen Übernahmeekämpfen wirklich hat.

Adresse des Original-Artikels: http://www.handelszeitung.ch/artikel/Unternehmen-Rechtliche-Seite-von-Optionsstrategien__262183.html

Fenster schliessen