

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 96

Mergers & Acquisitions XI

Herausgeber: Rudolf Tschäni

Empty Voting und
verwandte Taktiken

Rolf Watter
Andreas Hinsen

Schulthess **S**

Empty Voting und verwandte Taktiken

Rolf Watter/Andreas Hinsien

Inhalt

I.	Einführung durch Fallbeispiele	2
1.	Perry – Mylan	2
2.	Implenia/Laxey	3
3.	Continental	4
4.	CSX – TCI	6
5.	Everest – Sulzer	7
II.	Übersicht über neue Vorgehensweisen auf Finanzmärkten	8
1.	Überblick über „neue“ Angriffstaktiken	8
2.	Hidden/Morphable Ownership	8
3.	Exaggerating Ownership	11
4.	Empty Voting	13
a)	Übersicht	13
b)	Vorgehen	14
III.	Wie geht das heutige Recht mit diesen Taktiken um?	17
1.	Gegen „Hidden/Morphable Ownership“	17
a)	Bis 1. Juli 2007	17
b)	Bis 1. Dezember 2007	19
c)	Seit 1. Dezember 2007	20
d)	Ab 1. Januar 2009	22
2.	Gegen „Exaggerating Ownership“	25
a)	Bis 1. Juli 2007	25
b)	Bis 1. Dezember 2007	26
c)	Ab 1. Dezember 2007	26
d)	Ab 1. Januar 2009	27
3.	Gegen Empty Voting	28
a)	Grundproblem	28
b)	Transparenz	29
c)	Aktienregister und verwandte Möglichkeiten	31
d)	Anfechtung der GV-Beschlüsse	33
aa)	Wegen Verstoß gegen das Gesetz	33
bb)	Stimmrechtsklage	34
cc)	Analogie zum Stimmenkauf	34
dd)	Willensmängel nach Art. 31 OR	35
e)	Schadenersatz	36
aa)	Analogie zum Durchgriff auf Aktionäre	36
bb)	Art. 41 Abs. 1 OR	37
cc)	Art. 41 Abs. 2 OR	37
dd)	Vertrauenshaftung	37

4. Korrektiv.....	38
IV. Schlussfolgerungen.....	38

I. Einführung durch Fallbeispiele

Bei *Unternehmensübernahmen* versucht der Käufer häufig, zunächst eine möglichst grosse Beteiligung zu einem möglichst günstigen Preis zu erwerben. Zur Erreichung dieses Ziels wurden in der letzten Zeit, mit der Absicht die Meldepflichten zu umgehen, des öfteren *neuartige Finanzinstrumente* eingesetzt, welche bei den übrigen Anlegern und in der Öffentlichkeit zu Kritik und als Folge davon auch zu Gesetzesanpassungen führten. Durch den Einsatz von solchen Finanzinstrumenten kam es unlängst auch zu Fallkons-tellationen, die unter dem Namen „Empty Voting“ bekannt wurden.¹ *Empty Voting* war bisher ein in der Schweiz empirisch noch kaum feststellbares Phänomen, das aber vor allem im angloamerikanischen Rechtskreis als Problem erkannt und behandelt wird.

Die Einführung in die Problematik des Empty Voting erfolgt nachfolgend mittels einiger konkreter Fällen und unter *Einbezug verwandter Taktiken*. Anschliessend wird untersucht, welche Mittel das heutige und künftige Recht gegen solche Vorgehensweisen zur Verfügung stellt.

1. Perry – Mylan

Ende 2004 hielt der Hedge Fund Perry Corporation („Perry“) 7 Mio. Aktien an King Pharmaceuticals („King“).² Mit einem Übernahmeangebot versuchte Mylan Laboratories („Mylan“), King zu übernehmen. Der angebotene Preis war dabei so hoch, dass Perry bei erfolgreicher Durchführung der Übernahme USD 28 Mio. Profit erzielen konnte.

Der Markt beurteilte das *Übernahmeangebot* aber als zu hoch und insgesamt negativ für Mylan, weshalb deren Aktienkurs beträchtlich fiel. Die Mylan-Aktionäre standen dieser Übernahme somit skeptisch gegenüber und die benötigte *Zustimmung* an der Generalversammlung („GV“) wurde ungewiss. Um dennoch für die gewünschte Zustimmung zu sorgen, kaufte Perry einen Aktienanteil von 9,9% an Mylan, sicherte aber das wirtschaftliche Risiko an diesen Aktien mit diversen *Finanzgeschäften*, hauptsächlich Equity Swaps, vollständig ab.

Dadurch konnte Perry an der GV von Mylan für den Zusammenschluss stimmen, ohne ein *wirtschaftliches Interesse* an Mylan zu haben. Berücksichtigt man auch das Interesse an der Übernahme von King, die offensichtlich vom Markt als für Mylan ungünstig aufgefasst wurde, hatte Perry sogar ein „negatives Interesse“ an Mylan, d.h. zog einen Vorteil aus einem für Mylan schlechten Abstimmungsergebnis.

Ein Grossaktionär von Mylan, der gegen die geplante Übernahme war, reichte eine Klage gegen Perry ein.³ Bevor es jedoch zu der geplanten GV und der damit verbundenen Stimmabgabe von Perry oder zu einem Gerichtsurteil kommen konnte, gab Mylan wegen *buchhalterischer Probleme* bei King ihre Übernahmepläne auf.⁴ Immerhin kündigte die amerikanische SEC an, dass sie Sanktionen erwäge (zu denen es bisher aber nicht kam).

2. Implenia/Laxey

Der Hedge Fund Laxey plante ab Ende 2006 den Erwerb einer grösseren Beteiligung am Schweizer Baukonzern Implenia. Bei ersten mündlichen Kontakten mit der Leitung von Implenia im Februar 2007 gab Laxey bekannt, dass sie bereits 22% der Aktien kontrolliere. Die *formelle Meldung* erfolgte jedoch erst später, nämlich am 5. April 2005, als Laxey einen Er-

¹ Übersicht zu verschiedenen Fällen in: HU HENRY T.C./BLACK BERNARD, *The new Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Southern California Law Review, Vol. 79 No. 4, 2006, 811 ff., 827.

² Vgl. ausführlich zu diesem Fall: HU/BLACK (FN 1), 828.

³ Geltend gemacht wurde eine Verletzung von Section 13(d) des Securities Act of 1934, wonach Investoren bei Überschreiten von Grenzwerten einer Meldepflicht unterliegen.

⁴ HU/BLACK (FN 1), 828 f. m.w.H.

werb von 12,2% der Aktien bekannt gab. Kurze Zeit später, am 16. April 2007, meldete Laxey gar eine Beteiligung von 22,89%.⁵

Ein solch steiler Anstieg innert kurzer Zeit ist *ungewöhnlich*, insbesondere wenn man die während dieser Zeitphase gemeldeten börslichen und ausserbörslichen Umsätze analysiert. Aus ihnen wird ersichtlich, dass nur wenige Titel in herkömmlicher Weise die Hand wechselten, so beispielsweise im Vorfeld der ersten Meldung am

- 4. April 2007: börslich 0,275% aller Aktien / ausserbörslich nichts;
- 5. April 2007: börslich 0,201% aller Aktien / ausserbörslich nichts.

Nimmt man an, dass an diesen beiden Tagen das durchschnittliche Handelsvolumen in Implemia-Aktien gehandelt wurde, ist ein Anstieg der Beteiligung von 4,9% auf 12,2%, wie er von Laxey offengelegt wurde, nur theoretisch möglich. Wahrscheinlicher schien somit, dass Laxey 12% (bzw. fast 23%) der Aktien bereits zu einem früheren Zeitpunkt erworben hatte (oder erwerben liess), diese zunächst „parkierte“ und kurz vor den Meldungen „zurückholte“, was die spätere *EBK-Untersuchung* auch bestätigte.⁶ Die „Parkhäuser“ müssen aufgrund der fehlenden Umsatzmeldungen an der Börse Institute gewesen sein, die nicht Teilnehmer der SWX waren – „Park-scheine“, d.h. Derivate mittels deren die Aktien zurückgerufen werden konnten, waren, wie die EBK später herausfand, sogenannte Contracts for Difference („CfDs“), hätten aber auch Optionen mit Barausgleich, Equity Swaps mit Barausgleich oder ähnliche Instrumente gewesen sein können.

3. Continental

Am 15. Juli 2008 gab Schaeffler in einer Pressemitteilung bekannt, dass eine *strategische Beteiligung* am deutschen Autzulieferer Continental AG angestrebt werde.⁷ In dieser Pressemitteilung wurde auch erwähnt, dass Schaeff-

ler bereits 2,97% der Continental Aktien besass, ferner über Finanzinstrumente verfügte, die zum Erwerb von Continental-Aktien in der Höhe von 4,95% der Aktien berechtigen, und „cash-settled equity total return swaps“ über 28% der Aktien abgeschlossen hatte.

In der *Angebotsunterlage*, die im Rahmen des Pflichtangebots an die Aktionäre von Continental zu publizieren war, legte Schaeffler folgenden Ablauf für den Erwerb der Continental-Aktien offen:⁸

- Frau Schaeffler kaufte am 28. Februar 2008 insgesamt 2'500 Continental-Aktien (ca. 0,002% der Stimmrechte) an der Börse zu einem Preis von EUR 67,20 pro Aktie.
- Anfangs Juli 2008 erwarb die INA-Holding Schaeffler KG börslich rund 5 Mio. Continental-Aktien (ca. 3,06% der Stimmrechte) zu Preisen von EUR 63,20 bis 69,00 pro Aktie. Diese Aktien wurden darauf an die Schaeffler KG weiterverkauft.
- Am 28. Juli erwarb Schaeffler ausserbörslich 8'000'000 Continental-Aktien (ca. 4,95% der Stimmrechte) zu einem Preis von EUR 63,48 pro Aktie von der Royal Bank of Scotland.

Der Erwerb dieser 8'000'000 Aktien von der Royal Bank of Scotland erfolgte nach dem Auflösen eines *Swap-Geschäfts*. In diesem Swap-Geschäft hatten die Parteien vereinbart, dass die zur Absicherung eingesetzten Continental-Aktien bei Abwicklung des Swaps an die Schaeffler verkauft würden.

Für weitere 28% der Continental-Aktien vereinbarte Schaeffler mit Merrill Lynch ebenfalls Swap-Geschäfte. In der *Angebotsunterlage* wurde hierzu erläutert, dass Merrill Lynch keiner Verpflichtung unterlag, die zur Absicherung erworbenen Aktien an Schaeffler zu verkaufen. Obwohl in der Pressemitteilung noch erklärt wurde, „können ihr [Schaeffler] nach einer Kündigung [des Swap-Geschäfts] hieraus bis zu 28 Prozent der Aktien der Continental AG im Rahmen des Übernahmeangebotes *angedient* werden.“⁹

⁵ Vgl. die börsenrechtlichen Offenlegungsmeldungen der Laxey Funds vom 11. April und vom 17. April 2007.

⁶ Vgl. hierzu die Medienmitteilung der EBK in Sachen Laxey, die ausdrücklich von „Parking“ spricht: http://www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20080310/20080310_d.pdf.

⁷ www.schaeffler.com/content.ina.de/de/press/press-releases/press-details.jsp?id=2922880.

⁸ www.schaeffler-angebot.de/index.php?id=9.

⁹ www.wirtschaftskurier.eu/index/Wirtschaftskurier/wirtschaftskurier_finanzen.html?popup=true&naid=3899.

Nach breiter Berichterstattung in den Medien schloss Schaeffler mit Continental eine *Vereinbarung* über das weitere Vorgehen ab.¹⁰ Darin wurde Schaeffler verpflichtet, den Angebotspreis auf EUR 75 pro Aktie zu erhöhen (von ursprünglich EUR 70,12) und für die nächsten vier Jahre bei einer Minoritätsbeteiligung von bis zu 49,99% zu verbleiben. Weiter wurden Abmachungen zum Schutz der Arbeitnehmer und der Zusammenarbeit der beteiligten Unternehmen getroffen. Im Rahmen des Übernahmeangebots erhielt Schaeffler 82,41% der Aktien angedient und wäre so mit den bereits erworbenen Aktien auf beinahe 90% *Aktienanteil* gekommen. Wegen der mit Continental geschlossenen Vereinbarung wird Schaeffler einen Anteil von maximal 49,99% behalten und den Rest an institutionelle Investoren abgeben.¹¹

Obwohl damit Schaeffler ihre Beteiligung erst offen legte, nachdem bereits ein grosser Aktienanteil unter ihrer Kontrolle war, konnte das BaFin¹² keine *Verletzung von Meldepflichten* feststellen.¹³

4. CSX – TCI

Ab Ende 2006 kauften die Hedge Funds TCI und 3G Aktien am amerikanischen Eisenbahnunternehmen CSX und gingen mit mehreren Banken *cash-settled Swaps* über weitere CSX-Aktien ein. TCI hielt einen Anteil von knapp unter 5% und Swaps für zusätzliche 10% CSX-Aktien, 3G blieb während dieser Zeit immer unter 5%. Ab Mitte 2007 suchten die beiden Hedge Funds immer wieder das Gespräch mit CSX, behaupteten über ein grosses Aktienpaket zu verfügen und verlangten Veränderungen im Unternehmen.

Im März 2008 reichte CSX Klage gegen TCI und 3G ein, worin geltend gemacht wurde, dass TCI wirtschaftlicher Eigentümer der den Swaps unterlie-

¹⁰ <www.conti-online.com/generator/www/com/en/continental/portal/themes/takeover_offer/pr_2008_08_21_ar_en.html>.

¹¹ <www.welt.de/wirtschaft/article2477431/90-Prozent-der-Conti-Aktien-in-Schaeffler-Hand.html>.

¹² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; die BaFin ist in Deutschland für die Aufsicht über Banken und Finanzdienstleister, Versicherer und den Wertpapierhandel zuständig.

¹³ <www.bafm.de/clin_116/nr_722552/sid_B5D39156F4963586170B49B28246F322/SharedDocs/Mitteilungen/DE/Service/PM_2008/pm_080821_conti.html?__nnn=true>.

genden Aktien sei, TCI durch die Swap Geschäfte versuche, Offenlegungsvorschriften zu umgehen und TCI mit 3G eine Gruppe bilde. CSX verlangte deshalb, dass die *Stimmrechte* der von TCI und 3G gehaltenen Aktien an der GV von CSX *suspendiert* werden.

Im erstinstanzlichen Urteil wurde festgehalten, dass eine *Offenlegung* der Beteiligung hätte erfolgen müssen. Dennoch konnten mangels Rechtsgrundlage die Stimmrechte der Hedge Funds nicht suspendiert werden.¹⁴ An der folgenden GV von CSX wurden mit den Stimmen der Hedge Funds vier von ihnen vorgeschlagene Personen in den Verwaltungsrat („VR“) von CSX gewählt. CSX verweigerte die Anerkennung der Wahl von zwei neuen Mitgliedern und reichte *Berufung* gegen das erstinstanzliche Urteil ein. Diese wurde jedoch *abgewiesen* und das erstinstanzliche Urteil bestätigt.

5. Everest – Sulzer

Everest hielt im April 2007 17,51% der Sulzer-Aktien und gab gleichzeitig bekannt, dass sie auch über *Optionen* für 14,4% Sulzer-Aktien verfüge. In der Berichterstattung der Presse werden diese Zahlen kommentarlos publiziert, teilweise sogar *addiert* und damit eine Beteiligung von Everest an Sulzer in der Höhe von 32% suggeriert,¹⁵ obwohl der Ausübungspreis der Optionen nicht bekannt und damit unsicher war, ob Everest tatsächlich je vernünftig 32% der Stimmen kontrollieren konnte.¹⁶

¹⁴ Vgl. auch die interessante Aussage des erstinstanzlichen Richters, Judge Kaplan, in der Einleitung seiner Urteilsbegründung „Some people deliberately go close to the line dividing legal from illegal if they see a sufficient opportunity for profit in doing so. A few cross that line and, if caught, seek to justify their actions on the basis of formalistic arguments even when it is apparent that they have defeated the purpose of the law. This is such a case.“ Das ganze Urteil ist unter >www.secinfo.com/dsVs2.teb.d.htm> einsehbar.

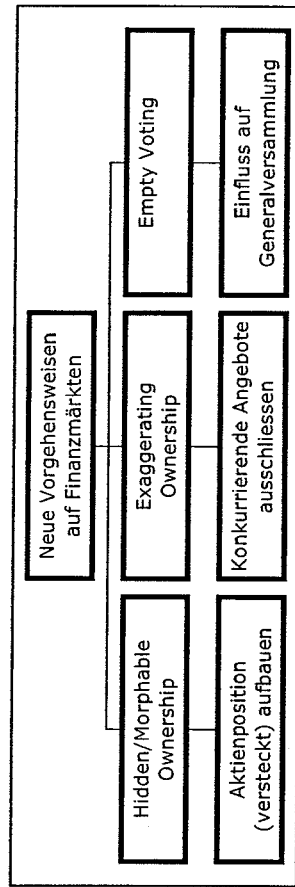
¹⁵ Vgl. Finanz und Wirtschaft, 21. April 2007, 21: „Vor der Geburt des Industriegiganten Sulzer-Oerlikon“; Cash, 26. April 2007, 8: „Warnung vor den Geldmachern“; NZZ am Sonntag, 22. April 2007, S. 31: „Konfliktreiche Koalition“; Tagesanzeiger, 26. April 2007, S. 25: „Rätselraten um Optionen auf Sulzer und OC Oerlikon“.

¹⁶ Kürzlich gab es auch einen ähnlichen Fall in Deutschland, wo Optionen mit Aktien gleichgesetzt wurden: Porsche gab mittels einer Pressemitteilung bekannt, über 42,6% der VW Stammaktien, sowie über 31,5% Optionen mit Barausgleich auf VW Stammaktien zu verfügen, „zusammen ergibt das einen Betrag von 74,1 Pro-

II. Übersicht über neue Vorgehensweisen auf Finanzmärkten

1. Überblick über „neue“ Angriffstaktiken

Die im vorherigen Abschnitt beschriebenen Vorgehensweisen können wie folgt gegliedert werden:



Im Folgenden wird eine Übersicht über diese Vorgehensweisen gegeben und anhand einiger Beispiele aufgezeigt, worin gesetzliche Gegenmassnahmen bestehen und wie sich diese über die letzte Zeit entwickelten.

2. Hidden/Morphable Ownership

Die bekannteste und in der Öffentlichkeit am meisten wahrgenommene Vorgehensweise beim Versuch, ein Unternehmen zu übernehmen oder zumindest zu kontrollieren, besteht im *versteckten Aufbauen* einer grösseren Beteiligung an der Gesellschaft zu einem vergleichsweise geringen Preis (d.h. einem Preis, der noch frei von Übernahmephantasien ist). Das typische Vorgehen kann in das *Verstecken* im engeren Sinne (Hidden Ownership) und in die *Umwandlungsmöglichkeit* eines Finanzinstruments in Aktienbesitz (Morphable Ownership) unterteilt werden.

zent". <www.eurexchange.com/download/documents/circulars/cf2622008g.pdf>. Interessant hierzu ist, dass die VW-Aktie nach dieser Pressemitteilung von einer gewaltigen Kurssteigerung profitieren konnte, da sich nur ein sehr geringer Prozentsatz der Aktien im Streubesitz befindet (das Bundesland Niedersachsen hält 20,2% der Aktien) und offenbar Short-Seller ihre Positionen eindecken mussten.

Mittels *Hidden Ownership* wird versucht, eine möglichst grosse Beteiligung aufzubauen, vermeintlich ohne diese Position melden zu müssen. Die Meldung soll jeweils erst dann erfolgen, wenn die für die Verfolgung der eigenen Ziele benötigte Grösse der Aktienposition erreicht ist. Früher konnte ein Investor in der Schweiz durch den Kauf von 4,9% der *Aktien* und 4,9% *Call-Optionen*¹⁷ einen beträchtlicher Anteil der Stimmen aufbauen, ohne die Meldepflicht auszulösen.¹⁸ Wegen der Aufhebung der separaten Freigrenze für Optionen¹⁹ und der neu eingeführten Meldeschwelle von 3% für Aktienpositionen²⁰ ist diese Taktik unter geltendem Recht aber nicht mehr möglich. Andere Hiding-Taktiken bestehen darin, dass Aktien bei „Freunden“ paraktiert, an diese ausgeliehen (oder gegen geborgte Titel Aktien als Sicherheit übergeben²¹) werden oder mehrere Personen als nicht offengelegte Gruppe agieren.

Während der versteckte Aufbau einer Beteiligung schon lange praktiziert wurde, bestand die „neue“ Vorgehensweise zunächst im Einsatz von Optionen mit Barausgleich,²² welche früher (wenigstens im Grundsatz²³) nicht

¹⁷ Call-Optionen konnten dabei die physische Lieferung der Titel vorsehen und bewirken so wirtschaftlich gesehen (je nach Ausübungspreis) Eigentum an diesen Titeln.

¹⁸ Nach Ausübung der Call-Optionen konnten innert dem gesetzlichen Meldefenster von vier Börsentagen (Art. 18 Abs. 1 BEHV-EBK; neu Art. 22 Abs. 1 BEHV-FINMA) noch weitere Aktienkäufe getätigt werden.

¹⁹ Vgl. Ziffer III.1.b) unten.

²⁰ Art. 20 Abs. 1 BEHG, in dieser Version in Kraft seit 1. Dezember 2007.

²¹ Vgl. etwa den Fall ZKB-Sulzer in: WATTER/DUBS, Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in: TSCHANI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2008, 181.

²² Ähnlich funktionieren „Contracts for Difference“ (CFDs). Bei diesem Finanzinstrument erfolgt die Erfüllung nicht durch Lieferung der zugrundeliegenden Titel, sondern durch die Bezahlung der Differenz zwischen dem vereinbarten Ausübungspreis und dem Kurs zum Auflösungszeitpunkt. Vgl. hierzu jedoch die Ausführungen in FN 26.

²³ Oft lag aber ein indirekter Erwerb vor, teilweise eine Gruppenbildung; beides war schon immer meldepflichtig war, vgl. Ziffer III.1.a) unten.

meldepflichtig waren.²⁴ Später kamen CFDs, Swaps²⁵ mit Barausgleich und noch komplexere Instrumente hinzu. Bei dieser *Morphable Ownership* werden diese Finanzinstrumente im richtigen Moment in tatsächlichen Aktienbesitz umgewandelt. Dabei werden die Aktien, die diesen Derivaten zugrunde liegen und von deren Emittent als Absicherung gehalten werden, im geeigneten Zeitpunkt „bezogen“. Noch weiter ging Laxey im vorgenannten Fall Implenia, indem gekaufte Aktien an Banken transferiert und mit diesen Banken *CFDs* über die verkauften Aktien abgeschlossen wurden, wobei die Bank die Aktien als Deckung behielt. Generell gilt jeweils, dass bei Auflösung der Derivate die Bank die Absicherung nicht mehr benötigt und damit die unterliegenden Aktien verkaufen kann (und das auch machen wird), typischerweise an den einzig wirklich interessierten Investor, der von diesen verfügbaren Titeln weiss, nämlich der Gegenpartei des Kontraktes. Praktisch ist es damit für die Parteien gleichgültig, ob sie unter dem Derivat einen Anspruch auf Lieferung der Aktien haben (bzw. sie wollen diesen Anspruch gar nicht, glaubend, sie könnten damit den Meldepflichten entgehen), tatsächlich erfolgt bei Auflösung des Derivates eine Lieferung an sie, da dies ja auch der gegenseitigen Interessenlage entspricht.²⁶ Bildlich gesprochen: Der Investor parkiert seine Aktien in einem Parkhaus (Bank) und kann diese mittels seines Parkingtickets (CFDs) jederzeit *zurückholen*.

Normalerweise wird eine *Kombination* von Hidden und Morphable Ownership eingesetzt, um eine grössere Aktienposition aufzubauen. Mittels Verstecken der eigenen Aktien werden Markt und betroffenes Unternehmen über die Absichten im Dunkeln gelassen, während gleichzeitig der Erwerb von weiteren Aktienpositionen mittels rückwandelbarer Finanzinstrumente vor-

²⁴ Heute sind sie jedoch von Art. 13 Abs. 1^{bis} BEHV-EBK (neu: Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA) erfasst sind, vgl. Ziffer III.1.b) unten.

²⁵ Swap Geschäfte sind Verträge, welche den Austausch von Zahlungsströmen beinhalten. Swap Geschäfte können über praktisch jeden beliebigen Zahlungsstrom abgeschlossen werden. Die wichtigsten Untergruppen sind Zins-, Währungs-, Commodity- und Equity Swaps.

²⁶ Vgl. hierzu das Zitat aus dem vorläufigen Geschäftsbericht des „Value Catalyst Fund Limited“ vom 22. Oktober 2007 (einem von Laxey kontrollierten Vehikel): „As long as the fund manager doesn't have a stated right to unwind a CFD and take delivery to the shares then he has no obligation to declare this position. However, we all know that's complete nonsense in practice and that it would be highly unusual not to be able to ask for those shares. It's never happened to us and I have never even heard of it happening to anybody ... ever“.

bereitet wird, dies alles, um durch Unterdrückung der Meldung den Kurs der Aktien künstlich tief zu halten, bzw. nach unten zu manipulieren.²⁷

Dieses Vorgehen unterläuft offensichtlich den *Transparenzgedanken* des Offenlegungsrechts und damit den Gesetzeszweck.²⁸

Beispiel 1 zu Hidden/Morphable Ownership:

(1) X hält 4,9% der Aktien, 4,9% Call-Optionen mit physischer Lieferung und 4,9% mit Barausgleich auf Aktien der kotierten Gesellschaft Y. Gleichzeitig erwirbt X von drei Banken CFDs über jeweils 2,9% der Y-Aktien. Am Tag T übt X die Optionen aus, löst die CFDs auf und kauft die von den Banken zur Absicherung gehaltenen Aktien, verfügt dann also über 23,4% der Aktien.

3. Exaggerating Ownership

Eine weitere neue Taktik, die im Vorfeld von Unternehmensübernahmen eingesetzt wird, ist das *Exaggerating Ownership*. Dabei versucht der Investor, seinen Aktienbestand *grösser* darzustellen, als dieser eigentlich ist, um damit mögliche Konkurrenten bei der geplanten Übernahme von vornherein auszuschliessen und Druck auf den VR des Zielunternehmens auszuüben. Auch wird versucht, die *öffentliche Meinung* in der Art zu beeinflussen, dass die Übernahme praktisch schon „entschieden“ sei und Aktionäre, die eine solche Übernahme nicht guthiessen, keine Chance hätten, etwas für die Unabhängigkeit des Zielunternehmens zu unternehmen. Diese Taktik folgt oft auf eine Hidden/Morphable Ownership: Eine Aktienposition wird im Verborgenen aufgebaut, um diese Position danach mittels Exaggerating Ownership grösser, als diese tatsächlich ist, darzustellen. Das Melderecht wird dadurch auf zwei Arten „missbraucht“: Zunächst um die eigene Position möglichst klein und danach um sie möglichst gross darzustellen.

²⁷ Vgl. etwa den diesbezüglichen Hinweis auf Kursmanipulation bereits in der Botenschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BBl 1993, 1369 ff., 1429.

²⁸ Vgl. zum Transparenzgedanken des BEHG etwa Art. 1 BEHG: „Dieses Gesetz regelt die Voraussetzungen [...] für den gewerbemässigen Handel mit Effekten, um für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen. [...]“.

Beim Übertreiben des eigenen Aktienbestandes wird typischerweise so vorgegangen, dass sowohl Aktien- als auch Derivatsbestände oder geborgte Titel gleichzeitig bekannt gegeben werden. In der Offenlegungsmeldung wird dabei beispielsweise nicht auf die *Ausübungskonditionen* der Optionen eingegangen, die aber evtl. weit „out of the money“ sind.²⁹ Trotzdem werden diese von der Öffentlichkeit oft mit den Aktien *zusammengerechnet*, wie das Beispiel von Sulzer zeigt.³⁰ Vergleichbar mit dem Kauf von „out of the money Calls“ ist der Einsatz von sog. „Call Spread Warrants“,³¹ bei denen der Erwerbspreis (die „Prämie“) ebenfalls nicht sehr hoch ist, da die Gewinnmöglichkeit nach oben begrenzt ist.

Das gleiche Ergebnis kann man erzielen, indem Wertschriften gemeldet werden, die durch *Securities Lending* (oder ähnliche Geschäfte) erworben wurden. Da bei diesen Geschäften vertraglich vereinbart wird, dass die Aktien wieder zurückgegeben werden müssen, ist das Addieren von käuflich erworbenen und geliehenen Aktien, wie dies lange möglich war,³² irreführend. Hält damit etwa ein Finanzmarktteilnehmer nach Anwendung der Hiding Taktik 18% der Aktien zu Eigentum, kann er sich weitere 12% ausleihen und eine Beteiligung von 30% melden und mit dieser Zahl Aktien sogar stimmen. Will er das Unternehmen auch übernehmen, kann er den restlichen Aktionären eine vergleichsweise geringe Prämie bieten, weil bei einem so hohen ausgewiesenen Aktienbesitz kaum Konkurrenzofferten zu fürchten sind.

Eine weitere Möglichkeit, um dasselbe Ziel zu erreichen wäre, dass der Finanzmarktteilnehmer Aktienpositionen meldet, die er zwar gekauft, bei de-

²⁹ Bei Call-Optionen, die „out of the money“ sind, liegt der Ausübungspreis wesentlich über dem aktuellen Aktienkurs. Der Erwerbspreis für diese Optionen ist deshalb tief, die Ausübung der Optionen unwahrscheinlich.

³⁰ Vgl. Ziffer I.5. oben.

³¹ Bei diesen Instrumenten ist der Maximalgewinn limitiert, indem beispielsweise ab einem bestimmten Marktwert der Aktien kein zusätzlicher Barausgleich mehr zu leisten ist, bzw. indem bei physischer Lieferung sich der Strike-Price erhöht, wenn der Marktwert der Aktien eine bestimmte Schwelle erreicht. Dank dieser Ausgestaltung sind solche Optionen günstiger erwerbbar als normale Call-Optionen.

³² Art. 12 Abs. 1 BEHV-EBK: Voraussetzung ist, dass das Stimmrecht auf den Borger übergeht, was aber üblich ist. Vgl. nun aber die Neuerungen in der BEHV-FINMA in Ziff. III.1.d) unten.

nen er aber das ökonomische Risiko aber „weggedged“, d.h. *weitertransferiert* hat.

Beispiele 2 und 3 zu Exaggerating Ownership:

(2) Ein Investor X hält 15% der Stimmrechte der Gesellschaft Y und borgt zusätzliche 15% der Stimmrechte mittels eines Securities Lending Geschäftes.

(3) X borgt sich die Aktien nicht, kauft aber weitere 15% und sichert sich auf dieser zweiten Tranche mittels einer Put-Option gegen Verluste ab.

4. Empty Voting

a) Übersicht

Die soeben beschriebenen Finanzinstrumente können auch für das in der Schweiz noch relativ unbekannt *Empty Voting* benützt werden. Solch „leeres Abstimmen“ erfolgt, wo kein wirkliches Interesse am Ausgang der Abstimmung besteht, z.B. weil das wirtschaftliche Risiko an der betreffenden Gesellschaft weitertransferiert wurde, weshalb auch *kein Interesse* am Unternehmenswert oder am Aktienkurs besteht. Dieses Nullinteresse kann mit dem Einsatz von Finanzinstrumenten auch in ein *negatives Interesse* umgewandelt werden,³³ dann besteht beim Abstimmen sogar ein Interesse daran, dass das Ergebnis der Gesellschaft schadet und ihr Kurs sinkt.

Beim *Empty Voting* werden die Aktien entweder nur geborgt oder zwar erworben, wobei aber das ökonomische Risiko an der Aktie (oder in klassischer juristischer Sprache: deren Vermögensrechte) weitertransferiert (z.B. durch einen Terminverkauf oder durch einen Equity-Swap) oder zumindest abgesichert (z.B. durch den Erwerb von Put-Optionen) wird. Damit werden das (rechtliche) *Eigentum* an Aktien (und das Ausüben der damit verbundenen Rechte) vom wirtschaftlichen *Interesse abgekoppelt*, dies in einem stärkeren Mass, als dies beispielsweise bei Stimmrechtsaktien der Fall ist. Da

³³ Ein indirektes negatives Interesse wurde beispielsweise im Eingangsbeispiel von Perry aufgezeigt, vgl. Ziffer I.1. oben.

die Weitertransferierung der Vermögensrechte entgeltlich erfolgt, werden im Effekt die Stimmrechte in aller Regel sehr günstig erworben.

Es ist anzunehmen, dass Empty Voting wegen dieses Stimmenkaufcharakters in den meisten *Proxy Fights* eingesetzt wird, es war jedoch bisher schwierig, dieses nachzuweisen.³⁴ Aus der Schweiz ist bisher kein Fall von Empty Voting bekannt.³⁵

b) Vorgehen

Um ohne (oder mit einem im Vergleich zu den Stimmrechten geringeren) Interesse an einer GV abstimmen zu können, muss die beschriebene *Entkopplung* erreicht werden, wobei die einfachste Möglichkeit, dies zu erreichen, im Securities Lending besteht. Dabei „leihen“³⁶ der Verteiler dem Borger Aktien, letzterer gibt diese später wieder zurück und hat grundsätzlich kein besonderes Interesse am Kursverlauf dieser Aktien.³⁷ Durch die Übertragung der Aktien erhält der Borger aber die normalen Aktionärsrechte, also auch das Stimmrecht, womit das Ziel der Entkopplung von Stimmrecht und wirtschaftlichem Interesse erreicht ist.

Eine andere Möglichkeit besteht, wie schon gesehen, darin, Aktien zu kaufen und gleichzeitig das wirtschaftliche Risiko durch den Einsatz von Terminverkäufen oder Derivaten *weiterzutransferieren* oder *abszusichern* (zu „hedgen“). Im ersten Fall verpflichtet sich der Aktionär, die Aktien in einen späteren Zeitpunkt zu einem anlässlich des Vertragsschlusses festgelegten Preis

³⁴ Vgl. aber die Ausführungen zu den rechtlichen Möglichkeiten gegen Empty Voting in Ziffer III.3. unten.

³⁵ Eventuell könnte im Fall Ascom – Victory ein solches stattgefunden haben.

³⁶ Securities Lending ist nach Schweizer Recht ein Darlehensgeschäft, weshalb das Wort „Leihe“ eigentlich falsch ist, da eine Eigentumsübertragung der Aktien vorgenommen wird. Gleichzeitig verpflichtet sich der Borger, dem Verteiler das Eigentum an gleicher Art und Anzahl Aktien zu einem späteren Zeitpunkt wieder zu übertragen, vgl. BERTSCHINGER URS, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Band I, Zürich 1994, 20 ff.; ISLER PETER R./HAAS PHILIPP, Securities Lending und Stimmrecht, in: Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich/St. Gallen 2008, 214 ff.

³⁷ Vgl. zum Risiko beim Securities Lending: BERTSCHINGER URS, Aktienrechtsrevision: Vinkulierung und Securities Lending, Repurchase Agreements etc., GesKR Sondernummer 2008, 72.

zu liefern, während die Gegenpartei dieses Terminverkaufs verpflichtet ist, dazumals zu zahlen. Ab Vereinbarung hat der ursprüngliche Aktionär, obwohl immer noch Eigentümer der betreffenden Aktie, kein wirtschaftliches Interesse mehr an ihr, da er die Aktie unabhängig von ihrem Kursverlauf zum vereinbarten Preis übertragen wird.

Eine Absicherung kann auch mittels *Erwerb von Put-Optionen* erreicht werden, bei denen das Recht erworben wird, die Aktie zu einem bestimmten Preis zu verkaufen. Mit der Bezahlung des Optionspreises sichert sich der Aktionär somit gegen einen sinkenden Kurs seiner Aktie ab, ihm schadet also beispielsweise ein ungünstiger Entscheid der GV nicht mehr. Der Vorteil dieses Instrumentes ist, dass bei steigenden Kursen die Aktie nicht übertragen werden muss, da die Put-Option lediglich ein Recht und keine Pflicht beinhaltet, die Aktie zu übertragen.

Vergleichbar mit diesem Vorgehen ist die Entkopplung von Aktionärsrechten und wirtschaftlichem Interesse mittels *CfDs* oder *Equity Swaps*. CfDs funktionieren normalerweise ähnlich wie die bereits beschriebenen Termingeschäfte, beinhalten jedoch nur einen Anspruch auf Barausgleich anstatt auf Lieferung der zugrundeliegenden Aktien.³⁸ Bei *Equity Swaps* werden zwei Positionen gegenübergestellt, einerseits eine *Aktienposition* und andererseits ein *Darlehenslement*. Die sogenannte „short party“ (normalerweise eine Bank) verpflichtet sich üblicherweise, der anderen Partei die *Wertschwankungen* der diesem Geschäft zugrundeliegenden Aktien auszugleichen. Eine solche Position wird von den Banken meist durch den Kauf von den diesem Geschäft zugrundeliegenden Aktien abgesichert. Die „long party“ (beispielsweise ein Hedge Fund) verpflichtet sich, eine gewisse *Prämie* zu zahlen, die letztlich Zins- und Optionsprämiencharakter hat. Im vorliegenden Zusammenhang müssten CfDs und Swaps insoweit anders als normal strukturiert werden, als der Halter von Aktien Zahlungen erhält, wenn deren Kurs sinkt.

Als letzte Vorgehensmöglichkeit sei der *klassische Stimmenkauf* erwähnt. So könnte eine Person, die nicht Aktionär der Gesellschaft ist, die Stimme eines andern Aktionärs kaufen, bzw. diesen vertraglich verpflichten, in einem gewissen Sinn zu stimmen. Dabei hat die kaufende Partei keinerlei wirtschaftliche Interessen am Kursverlauf der zugrundeliegenden Aktien.

³⁸ Vgl. dazu die Ausführungen in FN 22 und 26 oben.

Hat ein Empty Voter das Stimmrecht und das wirtschaftliche Interesse erfolgreich entkoppelt, kann er einen *Schritt weitergehen*: Durch den (weiteren) Einsatz von Put-Optionen, Leer- oder Terminverkäufen kann er das wirtschaftliche *Interesse* an der Gesellschaft wie erwähnt *negativ* ausgestalten, so dass er profitiert, wenn der Aktienkurs *fällt*.³⁹ Damit könnte der Empty Voter also im eigenen Interesse an einer GV gegen das Interesse der Gesellschaft abzustimmen oder für die Gesellschaft negativ wirkende Anträge stellen und durchbringen. Mit einem solchen Verhalten würden *nicht nur die Gesellschaft*, sondern *vor allem deren übrigen Aktionäre*, die ein Interesse am positiven Gedeihen der Gesellschaft haben, *geschädigt*.

Beispiele 4 und 5 zu Empty Voting:

(4) X findet sich in einer ähnlichen Lage wie Perry,⁴⁰ d.h. er hält Aktien der A AG, für welche ein (zu) hohes Übernahmeangebot von der B AG abgegeben wurde. Es besteht aber die Gefahr, dass die Aktionäre der B die benötigte Zustimmung verweigern. Um das zu verhindern, macht X Folgendes:

- a. Er borgt sich B-Aktien.
- b. Er kauft zusätzlich B-Aktien und (i) verkauft diese Aktien sofort mittels eines Terminverkaufs (Lieferdatum erst nach GV) (ii) kauft Put-Optionen auf B-Aktien.

(5) X möchte von sinkenden Kursen der A AG profitieren und plant, dies durch die Abwahl des bisher äusserst erfolgreich agierenden VR-Delegierten und Neuwahl einer Person, die über keinerlei Qualifikationen verfügt, zu bewirken. Da an den letzten Generalversammlungen der A jeweils nur 30% der Stimmen vertreten waren, plant X, sich 20% der Stimmen zu borgen. Um von den sinkenden Kursen zu profitieren, kauft Y weiter Put-Optionen für 4,9% der Aktien und schliesst gleichzeitig einen Terminverkauf über 4,9% der Aktien ab (wobei er die Titel für die

³⁹

Perry hatte im obigen Beispiel kein Interesse an einem fallenden Aktienkurs von Mylan. Das Interesse war vielmehr auf die Zustimmung zu einer Übernahme gerichtet, die aus Sicht des Marktes zu einem überbewerteten Preis durchgeführt werden sollte.

⁴⁰ Vgl. Ziffer I.1. oben.

Ausübung der Option und für die Lieferung unter dem Terminkauf erst nach dem Kursverfall zu erwerben gedenkt).

III. Wie geht das heutige Recht mit diesen Taktiken um?

1. Gegen „Hidden/Morphable Ownership“

a) Bis 1. Juli 2007

Bis im Juli 2007 standen den Behörden bloss zwei Vorgehensweisen zur Verfügung, um gegen die Hidden/Morphable Ownership vorzugehen: Erstens die Qualifikation von „Parkierungsgeschäften“ als indirekter Erwerb und zweitens die Behandlung von beteiligten Finanzakteuren und ihren Banken als Gruppe.

Grundlage für die Qualifikation als *indirekter Erwerb* war (und ist) Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-EBK,⁴¹ wonach „Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über Beteiligungspapiere vermitteln können“ einen indirekten Erwerb darstellen und damit dem *wirtschaftlich Berechtigten* melderechtlich zuzurechnen, bzw. von diesem zu melden sind (Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK).⁴² Im Einzelfall kann auch Art. 9 Abs. 3 lit. a BEHV-EBK, der das treuhänderische Vorgehen erfasst, bzw. das Handeln im eigenen Namen, aber auf Rechnung des wirtschaftlich Berechtigten, Anwendung finden.

Zweite Vorgehensmöglichkeit der Behörden war (und ist), Parkierungs-geschäfte als *Gruppenbildung* zwischen Bank(en) und Erwerber im Sinne von Art. 15 BEHV-EBK zu behandeln. Indizien für das Vorliegen einer Gruppe können in einem konkreten Fall etwa darin liegen, dass die Emittenten von „Parkscheinen“ die fraglichen Geschäfte nicht eingehen würden, wenn sie nicht Kenntnis davon hätten, dass der Erwerber früher oder später ein Angebot oder zumindest ein Erwerb der zugrundeliegenden Titel „plant“.

⁴¹ Neu: Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA. Die in diesem Abschnitt folgenden Artikel gelten auch in der neuen BEHV-FINMA.

⁴² Vgl. hierzu die Medienmitteilung der EBK in Sachen Laxey, wonach bei „einer derart ausgestalteten Strategie [...] es sich um einen indirekten Aktienwerb im Sinne der Börsengesetzgebung, welcher der Offenlegungspflicht unterliegt [handelt]“: <www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20080310/20080310_d.pdf>.

Zumindest während ihrer Untersuchung konnte (und kann) die EBK u.E. das *Stimmrecht* der Aktien, die unter Umgehung der Meldevorschriften erworben wurden, gestützt auf Art. 35 Abs. 3 BEHG *suspendieren*. Diese Bestimmung besagt, dass wenn die Aufsichtsbehörde „Kenntnis von Verletzungen des Gesetzes oder von sonstigen Missständen [erhält], sie für ... die Beseitigung der Missstände [sorgt]. Sie trifft die dazu notwendigen Verfügungen ...“. Bisher sind jedoch keine Fälle bekannt, in denen die EBK von diesem Instrument Gebrauch gemacht hätte.

Abgesehen von dieser Suspendierungsmöglichkeit (die im Übernahmerecht für den Richter schon immer existierte, vgl. Art. 32 Abs. 7 BEHG) sah (und sieht) das Recht lediglich eine (allerdings sehr hohe) *Bussandrohung* nach Art. 41 BEHG vor.⁴³ Dabei dürfte der Nachweis des geforderten Vorsatzes relativ einfach zu erbringen sein, denn man kann kaum Pläne gemäss den vorliegend beschriebenen Taktiken schmieden, umsetzen und die dafür notwendigen Aktien „fahrlässig“ erwerben, oder die Meldung „fahrlässig“ verpassen. Fahrlässigkeit wäre allenfalls auf Seiten der involvierten Banken möglich, sicher aber nicht beim Finanzakteur, denn er handelt immer bewusst (und ist in aller Regel auch durch rechtskundige Berater vertreten). Wie erwähnt, lag schon damals (und liegt auch heute) als weitere Straftat oft eine unter Art. 161^{bis} StGB fallende *Kursmanipulation* vor, wenn die Meldung unterdrückt wird, um den Kurs künstlich tief zu halten.

Auflösung des Beispiels 1 unter dem bis zum 1. Juli 2007 geltenden Recht:

Bis zu diesem Datum musste X nichts offen legen; die Aktienposition lag unter der damals geltenden Meldeschwelle von 5%, für die Optionen mit Lieferung bestand der separate Korridor nach Art. 13 Abs. 3 aBEHV-EBK und weder die Optionen mit Barausgleich, noch die CfDs waren grundsätzlich meldepflichtig. Auch die Banken (von denen anzunehmen ist, dass sie je 2,9% der Aktien als Absicherung für die CfDs halten bzw. je 4,9% für die Option) mussten nichts melden, da sie jeweils unter der Meldeschwelle blieben. Möglich war aber die Annahme eines indirekten Erwerbs durch X, auch wenn weder die Optionen mit Barausgleich noch die CfDs ein Stimmrecht vermittelten, der (mehr oder weniger) jederzeitige Zugriff auf die Aktien und damit auf das Stimmrecht aber möglich blieb.

⁴³ Vgl. hierzu etwa KUNZ PETER V., Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich/St. Gallen 2008, 236 ff.

Denkbar war auch – aber nicht generell, sondern nur im Einzelfall – die Qualifizierung der Banken und von X (bzw. von jeweils einer Bank und X) als Gruppe.

b) *Bis 1. Dezember 2007*

Bereits im Sommer 2007 wurde die BEHV-EBK angepasst und eine Meldepflicht für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte eingeführt, unabhängig davon ob diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen.⁴⁴ Damit wurden u.E. nebst normalen Optionen mit *Barausgleich* auch gewisse Derivate wie CfDs einer Meldepflicht unterstellt, da CfDs letztlich nur eine Abwandlung von solchen Optionen sind.⁴⁵ Diese Ansicht ist allerdings nicht unumstritten.⁴⁶

Im weiteren wurde durch die *Streichung* von Art. 13 Abs. 3 aBEHV-EBK die 5%-Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte aufgehoben.

Auflösung des Beispiels 1 unter dem bis zum 1. Dezember 2007 geltenden Recht:

Im Unterschied zur Rechtslage vor dem 1. Juli 2007 musste die Offenlegungsmeldung von X nun auch die Call-Optionen und die Optionen mit Barausgleich enthalten. Nach der hier vertretenen Ansicht musste X auch die CfDs melden, womit seine Meldung 23,4% der Stimmrechte umfassen musste. Unklar konnte die Meldung jedoch im Hinblick auf die Bedingungen der Optionen sein.⁴⁷ Grundsätzlich nicht erfasst blieben die Banken (Gruppenbildung wieder vorbehalten).

⁴⁴ Dies wurde durch Streichung des Passus „soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen“ in Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK erreicht.

⁴⁵ Je nach Festsetzung des Ausübungspreises ist eine Kombination von einem Call und einem Put einem CfDs praktisch identisch.

⁴⁶ Vgl. hierzu die Besprechung der Offenlegung von CfDs unter ab dem 1. Juli 2007 geltenden Recht im Jahresbericht 2007 der SWX (abrufbar unter: <www.swx.com/download/admission/being_public/disclosure/annual_report_2007.pdf>), 18 ff.; ferner die ausführliche Diskussion zur Offenlegung von CfDs in der (nicht öffentlichen) Verfügung der EBK vom 7. März 2008 i.S. Laxey Partners Ltd./Implenia AG, Rz. 148 ff.

⁴⁷ Vgl. hierzu die Ausführungen zu Exaggerating Ownership in Ziffer III.2. ff. unten.

c) Seit 1. Dezember 2007

Per 1. Dezember 2007 wurden Art. 20 des Börsen- und Effektenhandelsgesetzes (BEHG) und die dazugehörige Verordnung der EBK (BEHV-EBK) revidiert. Nebst den neuen Grenzwerten von 3%, 15% und 25%⁴⁸ gelten nun gemäss Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG „namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“ als *indirekter Erwerb*.⁴⁹

Mit der revidierten Fassung von Art. 20 Abs. 1, 2 und 5 BEHG umfasst die Meldepflicht weiter neu auch *sämtliche Erwerbs- und Veräusserungsrechte*, was in Art. 13 lit. a und b BEHV-EBK präzisiert wurde: Von der Meldepflicht erfasst wurden damit das früher freigestellte Einräumen von Wandel- und Erwerbsrechten sowie der Erwerb oder die Veräusserung von Veräusserungsrechten.⁵⁰

Für die Berechnung der Meldepflicht wurde Art. 10 Abs. 3 BEHV-EBK eingeführt, der für die Meldepflicht zwei „Töpfe“ unterscheidet. Bei Erreichen eines Grenzwertes in einem dieser beiden „Töpfe“ müssen jeweils beide Positionen bekannt gegeben werden. Für die Berechnung der Grösse des „*Erwerbstopfs*“ ist einzubeziehen:⁵¹

- der Erwerb und die Veräusserung von Beteiligungspapieren,
- der Erwerb und die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten,
- der Erwerb und die Veräusserung von Finanzinstrumenten nach Art. 13 Abs. 1^{er} BEHV-EBK, wozu Finanzinstrumente gehören, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben,
- sowie das Einräumen von Veräusserungsrechten.

⁴⁸

Art. 20 Abs. 1 BEHG

⁴⁹Diese Gesetzesbestimmung wurde mit Art. 13 Abs. 1^{er} BEHV-EBK auch in die Verordnung aufgenommen und diese Finanzinstrumente damit ausdrücklich der Meldepflicht unterstellt.⁵⁰

Vgl. Art. 13 Abs. 4 aBEHV-EBK.

⁵¹

In der Verordnung ist von Erwerbs- und Veräusserungspositionen die Rede. Die Bezeichnung als Erwerbs- und Veräusserungstöpfe stammt aus den Erläuterungen zur Teilrevision der Börsenverordnung-EBK vom 24. November 2007, 10 ff.

Für die Berechnung des „*Veräusserungstopfs*“ ist:

- der Erwerb und die Veräusserung von Veräusserungsrechten
- sowie das Einräumen von Wandel- und Erwerbsrechten einzubeziehen.

Nach dem Willen des Gesetz- und Verordnungsgebers sollte dadurch verhindert werden, dass ein *versteckter Aufbau* einer Beteiligung erfolgen kann.⁵² Der Begriff „*Finanzinstrumente*“ wurde im BEHG absichtlich weit gefasst, um auch neue Entwicklungen auf den Finanzmärkten zu berücksichtigen.⁵³ Allerdings sollten nicht einfach pauschal alle neuartigen Finanzinstrumente unter die Meldepflicht gestellt werden, sondern gemäss Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG nur solche, die „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot“ erworben werden, wobei unklar bleibt, welche Produkte von dieser Formulierung wirklich erfasst sind.⁵⁴

Damit dürfte die Hidden/Morphable Ownership ab dem 1. Dezember 2007 bis auf den Einsatz von neuartigen komplexeren Finanzinstrumenten und einer Lücke im Bereich des Securities Lending gut geregelt sein.⁵⁵

Besprechung des Beispiels 1 unter dem ab dem 1. Dezember 2007 geltenden Recht:

Einziger Unterschied zur Meldung, die ab Juli 2007 zu machen war, besteht darin, dass die CfDs nun auch dann zu melden sind, wenn man die hier vertretene Meinung (nämlich dass CfDs schon ab Juli zu melden sind) ablehnt, sofern sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben wurden. Zusätzlich sind die Bedingungen der Optionen offenzulegen.⁵⁶

⁵²

Erläuterungen zur Teilrevision der Börsenverordnung-EBK vom 24. November 2007, 6.

⁵³

Erläuterungen zur Teilrevisionen der Börsenverordnung-EBK vom 24. November 2007, 6.

⁵⁴

Vgl. hierzu die Ausführungen in Ziffer III.1.d) unten.

⁵⁵

Wobei die Erfassung dieser Finanzinstrumente mit der BEHV-FINMA erfolgen wird, vgl. Ziffer III.1.d) unten.

⁵⁶

Vgl. dazu Ziffer III.2.c) unten.

d) Ab 1. Januar 2009⁵⁷

Um Weiterentwicklungen gerecht zu werden und auch um den offenen Begriff des „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot“ näher zu fassen, soll nun per 1. Januar 2009 eine erneute Revision im Bereich der *Finanzinstrumente* erfolgen, die es erlaubt, auch neue Finanzinstrumente zu erfassen, welche im Rahmen eines kontinuierlichen „Wettrüstens“ zwischen Gesetzgeber und Finanzmarktteilnehmern entwickelt werden.⁵⁸ Deshalb werden mit Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA auch die nicht in Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA genannten Finanzinstrumente von der Meldepflicht erfasst, sofern diese im Hinblick auf ein *öffentliches Kaufangebot* erworben werden. Um diesen unbestimmten Begriff justiziabel zu machen stellt der Gesetzgeber hierzu die (u.E. unwiderlegbare) *Vermutung* auf, dass bei Vermittlung von 15 oder mehr Prozent der Stimmrechte (aus diesen Finanzinstrumenten und den übrigen Erwerbspositionen) ein Aufbau im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot vorgenommen wird.

Weiter werden in Art. 14 BEHV-FINMA nicht mehr nur wie bisher die Leih-, Repo- und vergleichbare Geschäfte der Meldepflicht unterstellt, sondern explizit auch *Sicherungsübertragungen* mit Eigentumsübertragung. Dabei ist vorgesehen, dass nur diejenige Vertragspartei meldepflichtig wird, welche die *Effekten* mittels dieser Geschäfte vorübergehend *übernimmt*, d.h. beim Securities Lending der Borge, bei Repo-Geschäften der Erwerber und bei den Sicherungsübertragungen der Sicherungsnehmer (Art. 14 Abs. 2 BEHV-FINMA, umgekehrt meldet der Verleiher/Veräusserer/Sicherungsgeber kein Unterschreiten einer Schwelle). Bei der Rückgabe ist eine erneute (Veräusserungs-)Meldung zu machen (Art. 14 Abs. 3 BEHV-FINMA). Von diesen Meldepflichten ausgenommen sind Geschäfte, die standardisiert über Handelsplattformen zum Zweck der Liquiditätsbewirtschaftung abgewickelt

⁵⁷ Als Übergangsbestimmung gibt Art. 48 Abs. 2 BEHV-FINMA den Finanzmarktakturen bis zum 30. Juni 2009 die Möglichkeit die Offenlegungsmeldung nach bisherigem Recht, d.h. nach den Art. 9-23 BEHV-EBK, zu gestalten, sofern dies mit einem entsprechenden Hinweis bekannt gegeben wird.

⁵⁸ Erläuterungsbericht für die Anhörung vom Juni/Juli 2008 zur BEHV-FINMA, 13 ff. Der Gesetzgeber sieht sich also dem gleichen Problem ausgesetzt wie Dopingfahrer an der Tour de France: kaum wurden Techniken entwickelt, mit denen die neuen Dopingmittel nachgewiesen werden können, haben Velofahrer bereits auf neue-

werden (Art. 14 Abs. 4 BEHV-FINMA).⁵⁹ Zur weiteren Klärung der Unsi-cherheiten betreffend dem Inhalt der Meldung muss nach Art. 21 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA auch der *Anteil* der durch *Securities Lending* erworbenen Stimmrechte offengelegt werden.

Die Unterscheidung von Erwerbs- und Veräusserungspositionen wird in der BEHV-FINMA nicht nur übernommen, sondern in ihrem Detaillierungsgrad noch erweitert.⁶⁰ Die in Art. 12 BEHV-FINMA vorgenommene Aufzählung wird sowohl bei den Erwerbspositionen als auch bei den Veräusserungspositionen um Finanzinstrumente ergänzt, die wirtschaftlich einen Erwerb/eine Veräusserung ermöglichen oder im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben werden (Art. 12 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 und 5 sowie lit. b Ziff. 3 BEHV-FINMA). Zu diesen Finanzinstrumenten gehören CFDs⁶¹, *Equity Swaps* und *Baskets*.⁶² Als Problem hat der Verordnungsgeber erkannt, dass im Zusammenhang mit diesen Finanzinstrumenten die unterste Melde-schwelle von 3% zu einer Fülle von teilweise voluminösen Meldungen füh-ren könnte, die dem Transparenzgedanken wenig zuträglich sind.⁶³ Unter

re Dopingmittel gewechselt (wobei es selbstredend auch Fahrer gibt, die ohne Do-ping auskommen).

⁵⁹ Gemeint ist damit wohl weiterhin – wie schon im Entwurf – die Plattform der Nati-onalbank, vgl. Art. 12 Abs. 4 E-BEHV-FINMA.

⁶⁰ Diese Unterscheidung wurde in Art. 10 Abs. 3 BEHV-EBK eingeführt.

⁶¹ Wobei diese u.E. bereits ab 1. Juli 2009 offengelegt werden mussten, vgl. Ziffer III.1.b) oben.

⁶² Im Verordnungstext ist von Optionen mit Barausgleich, Differenzgeschäften und Finanzinstrumenten auf einen oder vorwiegend auf einen Basiswert die Rede. Vgl. dazu den Erläuterungsbericht für die Anhörung vom Juni/Juli 2008 zur BEHV-FINMA, S. 13. Darin wird auch festgehalten, dass der bösgläubige Einsatz von Fi-nanzinstrumenten als Rechtsmissbrauch und somit als sanktionierbare Gesetzes-umgehung immer erfasst werden könnte. „Bösgläubig“ soll in diesem Zusammen-hang bedeuten, dass Finanzinstrumente zur Umgehung der Meldepflicht eingesetzt werden.

⁶³ Erläuterungsbericht für die Anhörung vom Juni/Juli 2008 zur BEHV-FINMA, 13. Im Vorentwurf für die BEHV-FINMA wurde eine Freigrenze von 5% für solche Fi-nanzinstrumente vorgeschlagen (Art. 13 Abs. 3 VE-BEHV-FINMA). Damit diese vorgeschlagene Freigrenze nicht missbräuchlich zum Aufbau von Beteiligungen verwendet werden konnte, sollte sie nur beansprucht werden dürfen, sofern der Stimmrechtsanteil der übrigen Beteiligung nicht mehr als 10% beträgt. Gewisse Of-fenlegungsmeldungen enthalten jedoch bereits heute keine Details mehr: Vgl. Mel-dung UBS AG vom 3. November 2008 betreffend Lonza Group AG: „Gestützt auf

Berücksichtigung der verschiedenen Stellungnahmen in der Vernehmlassung wurde deshalb beschlossen, eine *Freigrenze* für solche Finanzinstrumente zu gewähren, sofern diese nicht im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben werden und der gesamte Stimmrechtsanteil 15% nicht übersteigt (vgl. Art. 12 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 und lit. b Ziff. 3 in Verbindung mit Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA).

Dank der offen gehaltenen Regelung von Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA kann die Behörde auch auf künftige Entwicklungen auf den Finanzmärkten *flexibel* reagieren, womit nun auch die Offenlegung neuartiger komplexer Finanzinstrumente geregelt scheint. Zusammen mit den bereits besprochenen Sanktionen dürfte damit diese Regelung der Meldepflicht geeignet sein, den verdeckten Aufbau von Beteiligungen zu verhindern.⁶⁴ Schwammig und unklar bleibt lediglich, wann Instrumente „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot“ erworben werden. Die Vermutung (ab einem Anteil von total 15% im Bereich der Erwerbspositionen) heisst ja nicht, dass nicht auch tiefer Quoten bereits mit dieser Absicht gekauft werden könnten. Praktisch wird sich die Behörde hier wohl oft nur bei einem später erfolgenden Angebot (oder auch bei einer plötzlich offengelegten hohen Beteiligung) fragen können, ob früher erworbene Finanzinstrumente nicht schon mit einer „Versteckabsicht“ gekauft wurden (was oft der Fall sein dürfte).

Besprechung des Beispiels 1 unter dem ab dem 1. Januar 2009 geltenden Recht:

Es greift die gesetzliche Vermutung, dass die Instrumente im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben wurden, da der gesamte Anteil von X 15% überschreitet. Somit fallen die CfDs so oder anders unter die Meldepflicht, auch wenn sie nicht „normal“, sondern als noch komplexere Instrumente ausgestaltet worden wären.

⁶⁴ eine Empfehlung der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange vom 29. Oktober 2008 wird mitgeteilt, dass jeder Interessierte kostenlos [...] eine innert zwei Börsentagen erfolgende Zustellung der hier nicht veröffentlichten Detailangaben verlangen kann“.

⁶⁵ Vgl. Ziffer III.1.a) oben.

2. Gegen „Exaggerating Ownership“

a) Bis 1. Juli 2007

Gegen die übertreibende Angabe von hohen Optionsbeständen konnte unter dem alten Recht nicht vorgegangen werden, da beim Erwerb von Optionen der *Strike-Preis* nicht offengelegt werden musste und damit auch mit billigen out-of-the-money Optionen eine hohe „virtuelle“ Beteiligung vorgegaukelt werden konnte. Auch gegen das Ausweisen von geborgten Aktien (und Repo-Geschäften), die ein hohes Eigentum „vortäuschen“ sollten, konnte nach damaligem Recht nichts unternommen werden, da kein separater Ausweis geborgter Papiere erfolgte. Die geborgten Aktien wurden nach Art. 12 BEHV-EBK zu gekauften Aktien *hinzugezählt*, sofern das Stimmrecht auf den Bonger überging. Ein Marktteilnehmer konnte also nicht feststellen, ob ein Investor seine Beteiligung durch den „normalen“ Erwerb von Beteiligungspapieren oder durch Securities Lending erworben hatte.

Auch beim Einsatz von Derivaten, die das ökonomische Risiko des Aktienbesitzes weitertransferieren oder absichern, gab es unter dem alten Recht keine wirkliche Handhabe, da Gesetz und Verordnung auf Erwerbsrechte ausgerichtet waren (resp. auf das Schreiben von Put-Optionen und nicht auf den Erwerb solcher Rechte).⁶⁵

Besprechung des Beispiels 2 unter dem bis zum 1. Juli 2007 geltenden Recht:

X durfte die Aktien aus dem Securities Lending und die „normal“ erworbenen Aktien in seiner Meldung zusammenzählen und legte so in seiner Offenlegungsmeldung 30% der Stimmrechte offen.

Besprechung des Beispiels 3 unter dem bis zum 1. Juli 2007 geltenden Recht:

Der Erwerb der Put-Option musste nicht offengelegt werden, weshalb X 30% der Stimmrechte in der Offenlegung melden konnte (andererseits wäre aber ein Terminverkauf zu melden gewesen).

⁶⁵ Vgl. Art. 13 Abs. 1 lit. b aBEHV-EBK.

b) *Bis 1. Dezember 2007*

Die ab dem 1. Juli 2007 in Kraft gesetzten Änderungen der BEHV-EBK hatten keinen Einfluss auf das Exaggerating Ownership.

c) *Ab 1. Dezember 2007*

Mit der Änderung der BEHV-EBK wurde neben den schon besprochenen Anpassungen⁶⁶ Art. 17 BEHV-EBK eingefügt, der bestimmt (Abs. 1 lit. a), dass die *Art* der gehaltenen Beteiligungspapiere oder Finanzinstrumente anzugeben ist, wobei nach Abs. 1 lit. a^{bis} auch der die Meldepflicht *auslösende Sachverhalt* bekannt zu geben ist. Unklar bleibt damit u.E. nur, ob man bei einem Securities Lending nur den eigentlichen auslösenden Sachverhalt (also beispielsweise den Kauf einiger Papiere, mit denen eine Schwelle überschritten wurde und den neuen Gesamtbestand aufgeschlüsselt nach lit. a) oder auch den geborgten Anteil am bisherigen Bestandes angeben muss.

Relevant ist ferner, dass ab diesem Datum auch der Erwerb von Veräusserungsrechten offenzulegen ist.

Wie erwähnt, konnten früher günstig Call-Optionen mit sehr hohem Ausübungspreis oder Call-spread warrants erworben werden, ohne dass der Markt gewusst hätte, ob diese Instrumente wirklich Aktienbesitz vermitteln konnten, bzw. ökonomisch zum Aktienbestand zu addieren waren.⁶⁷ Um das Übertreiben des eigenen Aktienbesitzes mittels dieser Techniken zu verhindern, muss nun nach Art. 17 Abs. 1^{bis} BEHV-EBK die Offenlegungsmeldung auch – soweit vorhanden – die *Wertpapierkennnummer* enthalten, womit der Ausübungspreis der Optionen nachgeprüft werden kann. Bei Derivaten ohne Wertpapiernummern (sog. OTC-Derivaten) muss die Meldung nach Art. 17 BEHV-EBK die wesentlichen Parameter enthalten. Dadurch wissen die übrigen Marktteilnehmer nun, ob bloss ein Täuschungsmanöver geplant ist. Die Möglichkeit, Exaggerating Ownership mittels Optionen zu betreiben, dürfte damit weitgehend unterbunden sein und die einzige Möglichkeit zu übertreiben besteht allenfalls noch im Ausnutzen der Unklarheiten über die Offenle-

⁶⁶ Vgl. Ziffer III.1.c) oben.

⁶⁷ Vgl. Ziffer III.2.a) oben.

gung von Securities Lending (falls der auslösende Sachverhalt keine Lending Transaktion war).

Besprechung des Beispiels 2 unter dem ab dem 1. Dezember 2007 geltenden Recht:

X kann evtl. nun die Unklarheit aus der Regelung über den Inhalt der Meldung ausnützen und meldet den Erwerb von 30% der Stimmrechte, aber nur, wenn er für das Überschreiben ein (kleines) Kaufgeschäft abschliesst.

Besprechung des Beispiels 3 unter dem ab dem 1. Dezember 2007 geltenden Recht:

Unter dem ab 1. Dezember 2007 geltenden Recht muss X nun auch die Put-Optionen (und damit die vorgenommene Absicherung) melden, wobei er deren Bedingungen offenzulegen hat.

d) *Ab 1. Januar 2009*

Mit der neuen Börsenverordnung der FINMA wird die Unklarheit der Meldung bei Securities Lending mit dem neuen Art. 21 BEHV-FINMA nun auch beseitigt: In der Meldung von Rechtsgeschäften nach Art. 14 BEHV-FINMA (also bei Securities Lending, Repo-Geschäften und Sicherheitsübereignungen) müssen *zusätzliche Angaben* gemacht werden. Insbesondere sind dies Angaben über die Natur des Rechtsgeschäfts und die Rückübertragung (Art. 21 Abs. 2 lit. b und c BEHV-FINMA).

Art. 21 Abs. 2 lit. c-e BEHV-FINMA erweitert auch den Inhalt der Meldungspflicht bei Finanzinstrumenten nach Art. 15 BEHV-FINMA.⁶⁸ Für diese neu von der Meldepflicht erfassten Finanzinstrumente gelten die gleichen Offenlegungsregeln wie für die bereits erfassten Instrumente: Sollten sie an einer Schweizer Börse kotiert sein, ist die *Wertpapierkennnummer* anzugeben, ansonsten die *wesentlichen Bedingungen*.

⁶⁸ Ausführlich zu den Finanzinstrumenten nach Art. 15 BEHV-FINMA: Ziffer III.1.d) oben.

Besprechung des Beispiels 2 unter dem ab dem 1. Januar 2009 geltenden Recht:

X wird in seiner Offenlegungsmeldung das Borgen und den vorgesehenen Zeitpunkt für die Rückübertragung melden müssen. Das Exaggerating Ownership wird ihm somit nicht mehr gelingen.

3. Gegen Empty Voting

Da Empty Voting in der Schweiz noch relativ unbekannt ist, wurden die neuen Gesetzesbestimmungen nicht im Hinblick auf diese Problematik entworfen. Die Ausführungen zu den heutigen rechtlichen Möglichkeiten gegen Empty Voting werden im folgenden in vier Aspekte unterteilt. So ist als erstes wichtig, dass ein Empty Voter als solcher erkannt wird, was durch *Transparenz* erreicht werden kann. Sollten die Absichten eines Empty Voters vor einer GV erkannt werden, stellt sich zweitens die Frage, ob und ggf. auf welche Weise ihm das *Stimmrecht* an einer GV entzogen werden kann.

Falls der Empty Voter und sein Stimmverhalten erst nachträglich bemerkt wird, also nachdem er anlässlich einer GV den Aktienkurs zum Sinken brachte, fragt sich drittens, ob die *Beschlüsse* der GV angefochten werden und viertens, ob die geschädigte Gesellschaft oder die anderen Aktionäre *Schadenersatz* vom Empty Voter fordern könnten.

a) Grundproblem

Das Schweizer Aktienrecht fusst auf dem Prinzip, dass die Aktionäre ein Interesse an steigenden Aktienkursen bzw. einem steigenden Unternehmenswert haben und an jeder GV entsprechend abstimmen, z.B. bei der Festsetzung des Zweckes, der Bestimmung der Kapitalausstattung oder der Wahl des VRs und der Revisionsstelle.

Im Falle eines Empty Voters ist die Interessenlage umgekehrt: Er hat im besten Fall kein Interesse am Aktienkurs der Gesellschaft, im schlechtesten ein negatives Interesse, bzw. ein Profit bei sinkenden Aktienkursen. Dies bedeutet, dass der Empty Voter letzterenfalls an der GV so abstimmen wird, dass der Unternehmenswert der Gesellschaft möglichst sinkt. Da das Schweizer Aktienrecht nicht für einen solchen Fall „konstruiert“ wurde, ist

es, wie noch zu zeigen sein wird, nicht einfach, mit den vorhandenen Instrumenten gegen einen Empty Voter vorzugehen.

b) Transparenz

Das erste Mittel, um gegen einen Empty Voter vorzugehen, ist das Offenlegungsrecht, dessen Ziel es sein müsste, die Marktteilnehmer, insbesondere die betroffene Gesellschaft und deren Aktionäre, frühzeitig über ein bevorstehendes Empty Voting zu informieren, damit sich diese entsprechend vorbereiten können. Grundsätzlich kann auf das zum *Offenlegungsrecht* Gesagte verwiesen werden,⁶⁹ Einzelnes soll hier aber noch konkretisiert werden:

Durch die geltenden Offenlegungsregeln muss ein Finanzmarktteilnehmer seine „*Long Position*“⁷⁰ in Beteiligungspapieren offenlegen, unabhängig davon, ob er die Titel zu Eigentum oder mittels Securities Lending hält.⁷¹ Gleichzeitig muss er (zumindest grundsätzlich) seine „*Short Position*“⁷² in den von ihm gehaltenen Beteiligungspapieren melden. Vereinfacht gesagt, resultiert aus einer „*Long Position*“ in Beteiligungspapieren ein Interesse an steigenden Aktienkursen, also ein positives Interesse am Geschäftsgang der Gesellschaft, umgekehrt aus einer „*Short Position*“ ein Interesse an sinkenden Aktienkursen, also ein negatives Interesse am Geschäftsgang.

Eine „*Short Position*“ kann beispielsweise durch einen Terminverkauf oder durch Leerverkäufe erreicht werden.⁷³ Laut Art. 10 Abs. 3 lit. a BEHV-EBK

⁶⁹ Ziffer III.1 und III.2. oben.

⁷⁰ „*Long Position*“ bedeutet in diesem Zusammenhang eine Wertpapierposition, bei welcher die Forderungen höher sind als die Verpflichtungen, vgl. BOEMLE/MAX/GSELL MAX (Hrsg.), Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, 732, „*Long position*“.

⁷¹ Art. 12 Abs. 1 BEHV-EBK.

⁷² Eine „*Short Position*“ ist eine Verkaufsposition in börsenmässig gehandelten Wertpapieren, die noch nicht durch den Kauf einer entgegengesetzten Position glattgestellt worden ist, vgl. BOEMLE/GSELL (FN 70), 958 „*Short position*“. Zu betonen ist, dass der „*Erwerbstopf*“ nach Art. 10 Abs. 3 lit. a BEHV-EBK bzw. Art. 12 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA nicht völlig identisch mit der „*Long Position*“ ist, da z.B. Terminverkäufe zu diesem Erwerbstopf gehören.

⁷³ Leerverkäufe sind Verkäufe von „geliehenen“ Wertpapieren (vgl. dazu die Ausführungen zum Securities Lending in FN 36). Die Rückgabe der geliehenen Wertpapieren erfolgt zu einem späteren Zeitpunkt, an dem sich der betreffende Finanz-

ist die Veräusserung von Beteiligungspapieren meldepflichtig, jedoch sind nach den Erläuterungen zur Teilrevision der BEHV-EBK *reine Leerverkäufe* grundsätzlich nicht offenzulegen (was auch daraus folgt, dass es keine Meldeschwelle von minus 3, 5 oder 10% gibt). Relativiert wird dies dadurch (aber nur teilweise), dass das für einen Short-Verkauf meist nötig werdende Lending gemeldet werden muss (wobei der so erworbene Bestand dann gleich wieder veräussert wird).⁷⁴ Aus Sicht desjenigen, der Empty Voting verhindern oder zumindest erkennen möchte, ist das Nichterfassen des (reinen) Short-Sales unbefriedigend, da dies ein negatives Interesse in einer Gesellschaft aufzeigen würde.

Analoges dürfte für den „reinen“ Terminverkauf gelten, mittels dem keine „Long Position“ abgebaut wird. Ist ein negatives Interesse auf diese Art erreicht, können die für die Stimmrechte benötigten Beteiligungspapiere anschliessend geborgt oder erworben und mittels Optionen *abgesichert* werden.⁷⁵ Diese Optionen unterstehen grundsätzlich der Meldepflicht, aber auch dann wird der absolut negative Bestand nicht notwendigerweise ersichtlich.

Besprechung des Beispiels 4a:

Leiht sich X die Aktien mittels Securities Lending aus, muss er, wie anhand des Beispiels 2 aufgezeigt, erst ab dem 1. Januar 2009 in jedem Fall offenlegen, dass er diese Aktien nur ausgeliehen hat. Vor dem 1. Januar 2009 kann X in seiner Offenlegungsmeldung je nach Vorgehen von einem Erwerb dieser Aktien sprechen und die übrigen Aktionäre so im Dunkeln über seine Absichten lassen, wenn er nicht mittels Lending die Grenze überschritten hat (d.h. nach einem Lending Geschäft noch einige Aktien kauft). Volle Transparenz wird also erst im kommenden Jahr erzielt.

marktteilnehmer auf dem Markt mit den zur Rückgabe benötigten Wertpapieren eindecken muss. Dabei hofft der Finanzmarktteilnehmer auf fallende Kurse des betroffenen Wertpapiers.

⁷⁴ Erläuterungen zur Teilrevision der Börsenverordnung-EBK vom 24. November 2007, 11. Evtl. wird sogar die Intraday-Ausnahme nach Art. 9 Abs. 4 BEHV-EBK angewendet.

⁷⁵ Vgl. Ziffer II.4.b) oben.

Besprechung des Beispiels 4b:

Seit dem 1. Dezember 2007 muss X seinen Terminverkauf im Veräusserungstopf offen legen. Ein solcher war aber auch schon im früheren Recht offenzulegen.

Gleiches gilt für die Absicherung mittels Put-Optionen, die ebenfalls seit dem 1. Dezember 2007 offengelegt werden müssen.

Besprechung des Beispiels 5:

Die Put-Optionen (und deren Konditionen) sowie den Terminverkauf muss X an sich seit dem 1. Dezember 2007 bekannt geben, aber nur, wenn er zunächst Aktien hält; einen reinen Negativbestand muss er u.E. nicht ausweisen. Tätigt er somit diese Geschäfte vor dem Borgen, bleibt dies unerkannt. Unklar ist, was er im Zeitpunkt offenzulegen hat, wenn er die Lending Transaktion melden muss. Die dann erfolgende Meldung auch des Veräusserungsgeschäftes und der Put-Option wäre u.E. wünschenswert und mit dem Verwendungstext vereinbar. Dann würde – zumindest ab dem kommenden Jahr – volle Transparenz herrschen.

c) Aktienregister und verwandte Möglichkeiten

Hat eine Gesellschaft Namenaktien ausgegeben, hat sie die Möglichkeit, via Aktienregister bis zu einem gewissen Grade zu kontrollieren, wer an der GV stimmberechtigt ist. Hat sie – wie die meisten Gesellschaften⁷⁶ – eine *Treuhandvinkulierung* nach Art. 685d Abs. 2 OR, kann sie diese gegen den Empty Voter einsetzen.⁷⁷ Nach dieser Bestimmung kann die Gesellschaft die *Eintragung* ins Aktienbuch verweigern, wenn der Erwerber nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien in eigenem Namen und auf eigene Rechnung

⁷⁶ Für kotierte Gesellschaften kann dies auf <www.six-swiss-exchange.com/index.html> verifiziert werden.

⁷⁷ Ausführlich zur Vinkulierung: BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2004, § 6 N 46 ff.; vgl. ausführlicher zum Zusammenspiel von Art. 685d Abs. 2 OR mit Empty Voting: DUBS DIETTER/BRÜGGER URS, Transparenz im Aktionariat durch (objektiv-)geltungszeitliche Interpretation des Art. 685d Abs. 2 OR, SZW 2007, 282 ff., 294 f.

gekauft hat.⁷⁸ Ein Empty Voter wird dies meist nicht machen können (wenn er seine Stimmrechte beispielsweise mittels Securities Lending erworben hat)⁷⁹ und seine Eintragung könnte so verweigert werden, oder ein aufgrund falscher Angaben erwirkter Eintrag gelöscht werden.⁸⁰

Eine weitere Möglichkeit, den Einfluss eines Empty Voters zu beschränken, ist natürlich eine Vinkulierung oder eine statutarische Stimmrechtsbeschränkung nach Art. 685d Abs. 1 bzw. 692 Abs. 2 OR.⁸¹

Eine Verbesserung wird im vorliegenden Bereich die vorgeschlagene Änderung des Obligationenrechts bringen, dies dank Art. 685d Abs. 2 E-OR.⁸² Nach dieser Bestimmung kann die Gesellschaft die Eintragung des Erwerbers auch ablehnen, wenn dieser nicht ausdrücklich erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rückname oder die Rückgabe der entsprechenden Aktien besteht.⁸³ Die Botschaft verzichtet aber ausdrücklich auf ein Verbot der Ausübung der Stimmrechte, die aus Securities Lending und ähnlichen Geschäft-

⁷⁸ Vgl. auch zum Zusammenspiel von neuartigen Finanzinstrumenten mit der Treuhänderinkulierung: BEKRSCHINGER Urs, Finanzinstrumente in der Aktienrechtsrevision, SZW 2/2008, 208 ff., 213 f.

⁷⁹ ISLER/HAAS (FN 36), 223 f. für die Diskussion, ob bei Securities Lending die Voraussetzung „auf eigene Rechnung“ erfüllt ist.

⁸⁰ BÖCKLI, Aktienrecht (FN 77), § 6 N 186 ff. Kauft jemand zuerst und sichert die Position erst nachträglich ab, ist eine Streichung auch möglich, aber nur, wenn die Statuten so formuliert sind, dass die Voraussetzung dauernd erfüllt sein muss (vgl. etwa § 6 Abs. 3 der Statuten von Sulzer).

⁸¹ Die Mehrheit der im SMI vertretenen Gesellschaften verfügt über keine solche Bestimmung (nachzuschauen auf <www.six-swiss-exchange.com/index.html>).

⁸² Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589, 1665.

⁸³ Bemerkenswert im Zusammenhang mit der Treuhänderklausel ist, dass in der Botschaft (FN 82), 1665, ausdrücklich ausgeführt wird, dass bei Abgabe einer wahrheitswidrigen Erklärung des Aktionärs keine Sanktionen vorgesehen sind. So soll bei einer Eintragung unter Vorspiegelung falscher Tatsachen und anschließender Teilnahme an der GV keine Anfechtung nach Art. 691 Abs. 3 OR möglich sein: Die Botschaft verzichtet auch explizit auf einen Verweis, wie er für Art. 659a Abs. 3 VE-OR vorgesehen ist.

ten stammen, da es der jeweiligen Gesellschaft überlassen werden soll, ob sie solches zulassen wolle.⁸⁴

d) *Anfechtung der GV-Beschlüsse*

Sollte ein Empty Voter an der GV einen Entscheid durchsetzen, der zu einem fallenden Unternehmenswert bzw. sinkenden Aktienkurs führt, stellt sich die Frage, ob dieser Entscheid von den übrigen Aktionären angefochten werden kann.

Nicht diskutiert wird hier die ebenfalls interessante Frage, inwiefern der VR für die Umsetzung eines für die Gesellschaft „negativen“ Entscheides zu sorgen hätte und was dies für seine Verantwortlichkeit bedeuten würde.

aa) *Wegen Verstoß gegen das Gesetz*

Nach Art. 706 OR kann ein Aktionär die Beschlüsse einer GV anfechten, wenn diese gegen das Gesetz oder die Statuten verstossen. Im Falle eines Empty Voters ist von den in Art. 706 Abs. 2 OR aufgezählten Möglichkeiten wohl einzig Ziff. 1 einschlägig, wonach eine Verletzung von *Treu und Glauben* oder ein *Rechtsmissbrauch* sanktioniert werden kann.⁸⁵ Ein Verstoß gegen Treu und Glauben wird regelmässig nicht vorliegen, insb. dann nicht, wenn der Empty Voter seinen Offenlegungspflichten nachkommt, denn bekanntlich besteht keine Treuepflicht für gewöhnliche Aktionäre ohne Organfunktion.⁸⁶ Zumindest fraglich ist aber, ob der Empty Voter nicht einen Rechtsmissbrauch begeht, wenn er von einem Schaden der Gesellschaft profitieren will. In Extremfällen (vgl. den Beispielfall 5) ist dies u.E. anzunehmen. Literatur oder Judikatur, die eine Anfechtung unter diesen Umständen zulassen würde, gibt es aber bisher nicht.

⁸⁴ Botschaft (FN 82), 1665; das Stimmrecht von ausgeliehenen eigenen Aktien der Gesellschaft soll jedoch zwingend ruhen, vgl. Art. 659a Abs. 2 E-OR.

⁸⁵ Art. 2 Abs. 1 und 2 ZGB; RIEMER HANS MICHAEL, Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage im schweizerischen Gesellschaftsrecht, Bern 1998, 56.

⁸⁶ Vgl. die Darstellung der unterschiedlichen Meinungen in der Lehre in: BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 620 N 35; BÖCKLI PETER, Aktienrecht (FN 77), § 13 N 659 ff.

bb) *Stimmrechtsklage*

Eine Anfechtung von Beschlüssen der GV ist auch durch die *Stimmrechtsklage* von Art. 691 OR möglich.⁸⁷ Mit dieser Klage kann jeder Aktionär gegen die Zulassung *Unberechtigter* und das Mitzählen ihrer Stimmen bei der Beschlussfassung vorgehen.⁸⁸ Um durchzudringen, müsste damit der Empty Voter als Unberechtigter im Sinne dieser Bestimmung gelten. Nach der herrschenden Lehre dient Art. 691 OR aber nur dem Zweck, Aktienübertragungen zwecks Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen zu verhindern.⁸⁹ Auf einen Empty Voter wird dies normalerweise nicht zutreffen, womit nur eine analoge Anwendung der Stimmrechtsklage oder die Ausweitung des Begriffs eines „Unberechtigten“ zur Zulassung der Stimmrechtsklage führen würde. Dies scheint uns im „Normalfall“ zu weitgehend zu sein.⁹⁰

cc) *Analogie zum Stimmenkauf*

Bei einem Stimmenkauf verpflichtet sich ein Aktionär gegen einen besonderen Vorteil, sein Stimmrecht in einem bestimmten Sinne auszuüben.⁹¹ Beschafft sich ein Empty Voter Stimmrechte mittels Securities Lending, führt dies zu einer vergleichbaren Situation: Der Empty Voter verspricht einem Aktionär (dem Lender) einen besonderen Vorteil, die *Leihgebühr*, für das Überlassen der Aktie (womit auch das Stimmrecht übergeht).⁹² Der Unterschied von Securities Lending und dem klassischen Stimmenkauf besteht damit nur darin, dass beim Securities Lending der Borge abstimmen kann, während beim Stimmenkauf die Eigentümerstellung nicht ändert und der bisherige Aktionär abstimmt, wenn auch auf Instruktion des Stimmenkäu-

⁸⁷ Vgl. dazu ausführlich: BÖCKLI, Aktienrecht (FN 77), § 12 N 492 ff.; FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ, ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 25 N 33 ff.

⁸⁸ Damit ist die sogenannte „negative“ Stimmrechtsklage von Art. 691 Abs. 3 OR, vgl. BÖCKLI, Aktienrecht (FN 77), § 12 N 499.

⁸⁹ BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 691 N 1; BÖCKLI, Aktienrecht (FN 77), § 12 N 492.

⁹⁰ Vgl. aber ISLER/HAAS (FN 36), 227 f., für welche das Ausüben des Stimmrechts aus Securities Lending zu einer Anfechtung berechtigt.

⁹¹ BÖCKLI, Aktienrecht (FN 77), § 12 N 501.

⁹² Vgl. ISLER/HAAS (FN 36), 226 f.

fers. Historisch gesehen galt der Stimmenkauf als *sittenwidrig* und deshalb nichtig.⁹³ In der Lehre und Rechtsprechung wird jedoch auch diskutiert, ob das Verbot des Stimmenkaufs restriktiver angewendet werden soll (beispielsweise nur bei sittenwidrigem Einsatz wie zur Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen).⁹⁴

Grundsätzlich muss das Abstimmen an einer GV mit geborgten Stimmrechten zulässig sein. Um eine Analogie zum sittenwidrigen Stimmenkauf zu ziehen, müsste damit u.E. noch ein zusätzliches Umgehungsmerkmal vorliegen, dies entsprechend der vorgenannten Lehre. Dies dürfte bei einem Empty Voter, der nicht gegen Stimmrechtsbeschränkungen verstösst, kaum je der Fall sein. Somit würde auch eine Analogie zum Stimmenkauf nicht zu einer Verhinderung von Empty Voting führen.

dd) *Willensmängel nach Art. 31 OR*

Eine Möglichkeit könnte auch in der Anfechtung des Beschlusses der GV aufgrund eines Willensmangels nach Art. 31 Abs. 1 OR liegen. Ein Aktionär, der durch das Abstimmungsverhalten des Empty Voters geschädigt wurde, könnte zu argumentieren versuchen, dass die übrigen Aktionäre über die Absichten des Empty Voters im Zusammenhang mit der Gesellschaft getäuscht wurden. In einem solchen Falle könnte nach Art. 706 Abs. 2 Ziff. 1 OR der Beschluss, der nur wegen dieser Täuschung zustande gekommen ist, von den getäuschten Aktionären angefochten werden.

Falls der Empty Voter seine Meldepflichten aber gesetzeskonform erfüllt und keine sonstigen täuschenden Handlungen vornimmt, liegt aber wohl kein Willensmangel vor; auch wird schwer nachzuweisen sein, dass das Resultat der Abstimmung ohne die angebliche Täuschung anders herausgekommen wäre. Deshalb ist die Anfechtung wegen Willensmängel im „normalen“ Fall von Empty Voting nicht geeignet, dieses zu verhindern.

⁹³ ZK-BÜRGI, Art. 692 N 30 ff.; BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 11 m.w.H. Ein Stimmenkauf in einer Gläubigerversammlung erfüllt gar den Straftatbestand von Art. 168 StGB.

⁹⁴ LANG THEODOR, Die Durchsetzung des Aktionärsbindungsvertrags, Zürich/Basel Genf 2003, 44 f.; vgl. weitere Hinweise in: SZW 4/91, 214 f.

e) Schadenersatz

Für die Konstruktion eines Schadenersatzes (z.B. der Gesellschaft, welcher der Empty Voter ein interessantes Geschäft verhindert hat, oder der anderen Aktionäre, die von sinkenden Kursen geschädigt werden) fallen *vertraglichen Ansprüche* wegen mangelnder vertraglicher Bindung zwischen den Aktionären (oder der Gesellschaft) und dem Empty Voter von vornherein weg. Ebenfalls nicht geltend gemacht werden können Bereicherungsstatbestände. Die einzig mögliche Grundlage ergäbe sich somit aus ausservertraglicher Haftung, allenfalls Durchgriff.

aa) Analogie zum Durchgriff auf Aktionäre

Normalerweise haftet ein Aktionär weder für die Handlungen der AG, noch für sein Abstimmungsverhalten an einer GV. In gewissen *Spezialfällen* befriedigt diese Lösung jedoch nicht, beispielsweise wenn sich der Hauptaktionär (meistens eine beherrschende Gesellschaft) rechtsmissbräuchlich auf die juristische Selbständigkeit der (Tochter-)Gesellschaft beruft.⁹⁵ Für solche Fälle wurde insbesondere im Konzernhaftungsrecht der Durchgriff auf die Aktionärin eingeführt, womit diese für ihr rechtsmissbräuchliches Verhalten allenfalls haftbar gemacht werden kann.⁹⁶

Für den Empty Voter ist dieser Durchgriff aber selbst dann nicht anwendbar, wenn er rechtsmissbräuchlich handelt, denn die bundesgerichtliche Rechtsprechung verlangt für einen Durchgriff die *wirtschaftliche Identität* des rechtsmissbräuchlich handelnden Aktionärs mit der vorgeschobenen Gesellschaft (wie bei einem Konzernverhältnis).⁹⁷ Dies wird ein Empty Voter nie erfüllen⁹⁸, womit das Instrument des Durchgriffs sich kaum je für ein Vorgehen gegen einen Empty Voter eignet.

⁹⁵ BGE 108 II 213, 214; ausführlich dazu: EBENROTH CARSTEN THOMAS, Zum „Durchgriff“ im Gesellschaftsrecht, SAG 1985, 124 ff., 129.

⁹⁶ BÖCKLI, Aktienrecht (FN 77), § 11 N 456 ff.

⁹⁷ EBENROTH, Durchgriff (FN 95), 130.

⁹⁸ Vgl. auch Ziff. III.4.

bb) Art. 41 Abs. 1 OR

Die Grundnorm für jede ausservertragliche Haftung bildet Art. 41 Abs. 1 OR.⁹⁹ Knacknuss beim Vorgehen gegen Empty Voting ist die Haftungsvoraussetzung der *Widerrechtlichkeit*: Sollte durch das Abstimmungsverhalten eines Empty Voters ein Schaden entstehen, wären keine absolut geschützten Rechtsgüter verletzt, da der Schaden der Gesellschaft und der einhergehende Kursverlust einen reinen Vermögensschaden darstellen. Ein solcher reiner Vermögensschaden wäre nur widerrechtlich i.S.v. Art. 41 Abs. 1 OR, wenn er in Verletzung einer Verhaltensnorm erfolgt.¹⁰⁰ Da Empty Voting höchstens gegen das Rechtsmissbrauchsverbot verstösst, ansonsten aber keine anderen Rechtsnormen verletzt,¹⁰¹ kann Art. 41 Abs. 1 OR nicht angewandt werden.

cc) Art. 41 Abs. 2 OR

Einen breiteren Anwendungsbereich hat Art. 41 Abs. 2 OR, der keine Widerrechtlichkeit erfordert, sondern an die sittenwidrige Schädigung anknüpft. Es ist schwierig, eine griffige Definition der guten Sitten zu finden,¹⁰² doch scheint es zumindest möglich, dass das Abstimmen an einer GV mit dem Zweck, den Aktienkurs der Gesellschaft zu senken, gegen die guten Sitten verstösst. Ein Empty Voter könnte demnach für den von ihm verursachten Schaden (für die Gesellschaft der Schaden, den sie beweisen kann, für die anderen Aktionäre der Kursverlust der Aktie,) nach Art. 41 Abs. 2 OR haftbar gemacht werden.

dd) Vertrauenshaftung

Die Vertrauenshaftung bietet eine Möglichkeit, Schadenersatz geltend zu machen, wenn die gesetzlichen Normen nicht „ausreichen“, das Rechtsemp-

⁹⁹ Vgl. beispielsweise SCHWENZER INGENBORG, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 4. Aufl., Bern 2006, 50.01 ff.

¹⁰⁰ REY HEINZ, Ausservertragliches Haftpflichtrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genève, 2008, N 705 ff.; SCHWENZER (FN 99), 50.19 ff.

¹⁰¹ Ziffer III.3.d)aa) oben.

¹⁰² Vgl. den Versuch bei BK-BREHM, Art. 41 N 240 ff. und die Kritik bei SCHWENZER (FN 99), 51.03.

finden aber dennoch eine Wiedergutmachung fordert, weil eine Partei sich Treu und Glauben widersprechend verhält.¹⁰³ Die Vertrauenshaftung setzt zwischen den Beteiligten eine *Sonderverbindung* voraus, die es rechtfertigt, dass eine Partei für ihr Verhalten einzustehen hat.¹⁰⁴ Gerade bei einer Aktiengesellschaft fehlt aber diese Bindung zur Gesellschaft oder den übrigen Aktionären.

4. Korrektiv

Als Korrektiv zur Problematik des Empty Voting kann die Verpflichtung gesehen werden, bei Überschreiten eines Stimmrechtanteils von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmen ein *Übernahmeangebot* für die gesamte Gesellschaft zu unterbreiten. Diese Verpflichtung hindert einen Empty Voter daran, zu viele Aktienstimmen auf sich zu vereinen. Deshalb kann ein Empty Voter höchstens einen Drittel der Stimmrechte einer Gesellschaft kontrollieren und kann, zumindest theoretisch, immer von den übrigen Aktionären überstimmt werden. Allerdings wird es für den Empty Voter in aller Regel genügen, über 30% der Aktienstimmen zu verfügen, um eine Abstimmung zu gewinnen, denn übliche Anwesenheitszahlen an Generalversammlungen sind selten höher als 50%.

IV. Schlussfolgerungen

Hidden/Morphable Ownership wird durch die neuen Regelungen um ein Vielfaches erschwert, wenn nicht gar verunmöglicht. Insbesondere mit den ab 1. Januar 2009 eingeführten neuen Normen wird ein wirksames Mittel gegen alle Arten von Verstecktaktiken geschaffen. Es wird spannend zu beobachten sein, wie die Finanzmärkte auf die neue Situation reagieren werden. Bisher ist es gewissen Finanzakteuren noch immer gelungen, (wenigstens vermeintlich) Wege zu finden um Offenlegungsmeldungen zu vermeiden, momentan hat aber beim gegenseitigen Wettrüsten der Regulator die Oberhand.

Das Gleiche kann über Exaggerating Ownership gesagt werden, das aus heutiger Sicht bei Befolgung der einschlägigen Offenlegungsregelungen nicht mehr möglich ist. Die weitere Entwicklung bleibt hingegen abzuwarten.

Betreffend Empty Voting dürfte dank den neuen Normen die frühzeitigen Erkennung eines Empty Voters möglich sein, womit die betroffene Gesellschaft gegebenenfalls via Aktienbuch Gegenmassnahmen treffen kann, falls sie statutarisch entsprechend vorbereitet ist. Weitere Hoffnung kommt aus der nächsten Aktienrevision. Hat der Empty Voter aber einmal abgestimmt, sind die Mittel der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre vergleichsweise beschränkt und unsicher, auch wenn vorliegend für extreme Fälle eine Anfechtbarkeit wegen Rechtsmissbrauches befürwortet wird, ebenso ein aus Art. 41 Abs. 2 OR abgeleiteter Schadenersatzanspruch.

¹⁰³ Vgl. dazu ausführlich und kritisch: SCHWENZER (FN 99), 52.01.

¹⁰⁴ BGE 121 III 350, 356 („une relation particulière“).