

Optionstrategien bei Übernahmekämpfen

Rolf Watter/Dieter Dubs*

Inhalt

I.	Einführung: Trends im Übernahmereich bis Sommer 2007	174
II.	Hedge Fund Taktiken im Optionsbereich (bis Sommer 2007)	180
	1. Überblick über „neue“ Angriffstaktiken	180
	2. Hiding Ownership: Vorgehen bis Sommer 2007	182
	3. Exaggerating Ownership	183
	4. Empty Voting	184
	5. Optionen zur Finanzierung	185
	6. Fallbeispiele	186
	a) Saurer	186
	b) Sulzer	188
	c) Implenia	190
III.	Wie ging das Recht bis Sommer 2007 mit solchen Taktiken um?	190
	1. Gegen „Hiding Ownership“	190
	2. Gegen „Exaggerating Ownership“	192
IV.	Änderung der BEHV-EBK im Sommer 2007	192
	1. Geschichte und Hintergrund	192
	2. Folgen der Änderung der BEHV-EBK	193
	3. Erste Rechtsfragen zur neuen BEHV-EBK	194
	4. Weitere Änderungen per 1. Dezember 2007	195
V.	Änderung des BEHG	198
	1. Geschichte	198
	2. Materielle Änderungen	198
	3. Folgen der Änderung des BEHG	199
	4. Die Suspendierung des Stimmrechts im Besonderen	200

* Literatur und Judikatur sind nur bis Ende Oktober 2007 berücksichtigt. (Grundsätzlich wurde das Manuskript an diesem Datum auch abgeschlossen, der Teil IV.4. wurde aber später noch angefügt). Die Autoren danken Johannes Vetsch für seine Mitarbeit bei der Erstellung dieses Artikels. Offengelegt sei an dieser Stelle, dass die Autoren in verschiedenen abgeschlossenen und hängigen Übernahmeversuchen (u.a. Saurer, Sulzer und Implenia) die Zielgesellschaft vertreten oder vertreten haben; einige der im vorliegenden Artikel angesprochenen Verfahren sind vor den zuständigen Behörden noch hängig.

VI. Kurzer Exkurs: Indirekter Aktienwerb über Optionsgeschäfte	204
1. Optionsgeschäfte und Übernahmerecht	204
2. Indirekter Aktienwerb im Übernahmefall Saurer AG	206
VII. Schlussfolgerungen	210

I. Einführung: Trends im Übernahmehereich bis Sommer 2007

In diesem ersten einleitenden Teil soll kurz auf die wichtigsten für den Beobachter feststellbaren „Trends“ im öffentlichen Übernahmehereich in der Periode zwischen Frühjahr 2006 und Sommer 2007 eingegangen werden, um die teilweise neuen (oder zumindest wiederentdeckten) Optionsstrategien in ihren „geschichtlichen“ Kontext einreihen und die Reaktionen des Gesetzgebers und der Aufsichtsbehörde in einen grösseren Zusammenhang stellen zu können.

Ein erster, wenn auch nicht ganz neuer¹ Trend in dieser Periode war sicher das häufigere Auftreten von Hedge Funds bzw. „aktivistischen“ Aktionären,² dies insbesondere in den Fällen Unaxis/OC Oerlikon,³ SIG (Phase I)⁴, Sau-

¹ An früherem Auftreten ähnlich orientierter Investoren sei etwa an Aktivitäten von Martin Ebner mit seinen Investmentvehikeln in den späten 80er und 90er Jahren erinnert oder an Übernahmerversuche durch Tito Tettamanti oder Werner K. Rey.

² Vgl. neuestens das Positionspapier der EBK vom September 2007 über „Hedge Fonds, Marktentwicklung, Risiken und Regulierung“, insb. S. 44 ff.

³ Die Investoren Mirko Kovats und Ronny Pecik bauten über ihre Investmentgesellschaft mit Hilfe der Zürcher Kantonalbank („ZKB“) eine Optionsbeteiligung von 21.5% an Unaxis auf, während die ZKB als Absicherung für die Optionsgeschäfte mehr als 20% der Unaxis-Aktien hielt; vgl. etwa NZZ am Sonntag vom 13. März 2005, S. 45; „ZKB: Millionen dank Optionen“; SonntagsZeitung vom 18. September 2005, S. 73; „Die EBK untersucht Unaxis-Deal“.

⁴ In diesem Fall versuchte Tito Tettamanti über seine Investmentgesellschaft Sterling Investment Group eine grössere Beteiligung an der SIG aufzubauen resp. eine Übernahme zu lancieren, was jedoch aufgrund von Stimmrechtsbeschränkungen sowie der ablehnenden Haltung des Verwaltungsrates nicht gelang; vgl. etwa Finanz und Wirtschaft, 31. August 2005, S. 17; „Was SIG zu einem interessanten Objekt macht“; HandelsZeitung vom 14. September 2005, S. 43; „Aufällige Um-

rer⁵, Converium⁶, Ascom⁷, Sulzer⁸ und Implenia⁹. „Ergänzt“ wurde dieser Trend zweitens durch ein (zwar noch verhaltenes) Auftreten von Private Equity (Forbo¹⁰, SIG Phase II¹¹), wobei bei dieser Art Investoren vor allem

sätze“; HandelsZeitung vom 12. Oktober 2005, S. 3; „Streit am Rheinfall“; HandelsZeitung vom 2. November 2005, S. 3; „Vertrauliche Gespräche“.

⁵ Im September 2006 meldete die OC Oerlikon Corporation AG innerhalb eines Tages eine Beteiligung von 24% sowie Optionen auf zusätzliche rund 26% der Aktien an der Saurer AG und kündigte ein öffentliches Übernahmeangebot an; vgl. die Darstellung in der UEK Empfehlung II Saurer AG vom 31. Oktober 2006 (unter <http://www.takeover.ch>) sowie unten, II.6.

⁶ Im Dezember 2005 meldete Martin Ebners Beteiligungsgesellschaft Patinex, mit rund 12.5% an der Rückversicherungsgesellschaft Converium beteiligt zu sein (5% Aktien und 7.4% Optionen), wobei diese Beteiligung durch eine Fusion zustande gekommen war; vgl. NZZ vom 23. Dezember 2005, S. 19; „Kräftiges Lebenszeichen von Martin Ebner – Beteiligung von 12,5% am Rückversicherer Converium“; zur aktuellen Problematik vgl. auch Finanz und Wirtschaft vom 21. Juli 2007, S. 23; „Ebner und Scor warnen Team“, sowie die Darstellungen in der UEK Empfehlung V Converium Holding AG vom 6. Juli 2007 (unter <http://www.takeover.ch>) sowie hinsichtlich des damit zusammenhängenden Verfahrens gegen Martin Ebner die Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 13. Juli 2007 in Sachen Converium Holding AG (<http://www.ebk.ch/d/publik/medienmit/20070718/20070718_02_d.pdf>).

⁷ Durch komplexe Umschichtungen von Beteiligungsrechten gelang es der österreichischen Beteiligungsgesellschaft Victory von Ronny Pecik und Georg Stumpf, eine Beteiligung von rund 15% Aktien und 9% Optionen an der Ascom zu halten, während für einen Grossteil der Beteiligung die ZKB sowie die Thurgauer Kantonalbank das wirtschaftliche Risiko trugen; vgl. NZZ am Sonntag vom 1. Juli 2007, S. 33; „Grossaktionär mit minimalem Kapitaleinsatz“.

⁸ Ende April 2007 meldete die Investmentgesellschaft „Everest“ an einem Tag den Erwerb von „31.92% voting rights“ (17.5% Aktien sowie 14.4% Optionen), wobei sich später herausstellte, dass die Beteiligung mit Hilfe von diversen Banken und verschiedenen Auslagerungsgeschäften zustande gekommen war; vgl. Tagesanzeiger vom 24. Mai 2007, S. 27; „Fall Sulzer: EBK hat drei Banken nach Aktien durchsucht“, sowie unten, II.6.

⁹ Innerhalb weniger Tage meldete eine Gruppe von Investment Vehikeln, betreut durch Laxey Partners Ltd, („Laxey“) einen Anstieg ihrer Beteiligung von 4.9% vorerst auf 12.2% und dann auf knapp 23% – dies, obwohl weder an der Börse noch ausserbörslich Transaktionen in wesentlichem Umfang gemeldet wurden; vgl. Finanz und Wirtschaft vom 21. April 2007, S. 23; „Laxey erhöht den Druck auf Implenia“, sowie unten, II.6.

¹⁰ Die Private Equity Gesellschaft „CVC“ bekundete Ende 2004 ihr Interesse an der Forbo Holding AG, worauf zwischen CVC und Forbo Gespräche über eine mögli-

erwähnenswert ist, dass sie nun auch bereit zu sein scheinen, feindliche Offerten zu lancieren (SIG Phase II¹²). Eigentlicher „Megatrend“, der aber gerade erst richtig sichtbar wird, scheint unserer Ansicht nach drittens jedoch die Entkoppelung von Aktieneigentum und Stimmrechten zu sein¹³. Diese Entwicklung ist insofern von Bedeutung, als weder der Gesetzgeber¹⁴ noch die Rechtslehre bisher adäquate Antworten auf diese neueste Entwicklung erkennen lassen.

Betrachtet man die „Players“ der ersten beiden Trends etwas genauer, ist zunächst festzuhalten, dass Private Equity Gesellschaften typischerweise anders vorgehen als Hedge Funds, auch wenn das Auftreten zu konvergieren beginnt. Chart 1 versucht die Hauptunterschiede zusammenzufassen:

Chart 1: Auftreten von „Aktivisten“ und Private Equity

	Shareholder Aktivisten / Hedge Funds, z.B. Laxey	Private Equity z.B. Fard/CVC
Fokus	- Kurzfristigkeit - Keine Kontrolle angestrebt	- Langfristigkeit - Kontrolle wichtig
Zugang zu Due Diligence	- Zugang zu Due Diligence sekundär, evtl. VR-Sitz, um "Event" zu provozieren	- Due Diligence notwendig (auch wegen Finanzierung)
Taktik	- Auch feindliches Vorgehen	- Freundlich, will Management einbinden - Feindliche Deals selten (vgl. aber SIG)
Zusammenarbeit	- Zusammenarbeitet mit anderen Hedge Funds häufig, aber schwierig nachzuweisen	- Geht alleine vor, allenfalls in Konsortium
Reputation	- Reputation eher sekundär	- Reputation wichtig

Obwohl in der Öffentlichkeit Hedge Fund und Private Equity oft in einen Topf geworfen werden¹⁵, handelt es sich also um zwei verschiedene Phänomene. Anzumerken bleibt, dass in der Schweiz Private Equity im Vergleich zu Europa noch eine geringe Rolle spielt, was Chart 2 verdeutlicht. Anzunehmen ist, dass sich die beiden Kurven wohl annähern werden, also der Anteil von Private Equity an Schweizer Transaktionen steigen dürfte.

¹¹ Nachdem eine unfreundliche Übernahme der SIG Holding fehlgeschlagen war (vgl. oben, FN 4), veröffentlichte im Herbst 2006 eine Private Equity Gesellschaft zusammen mit einem industriell orientierten Käufer ein öffentliches Übernahmeangebot (resp. eine entsprechende Voranmeldung) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der SIG Holding; vgl. die Darstellung in UEK Empfehlung XIV SIG Holding AG vom 5. März 2007 (unter <<http://www.takeover.ch>>).

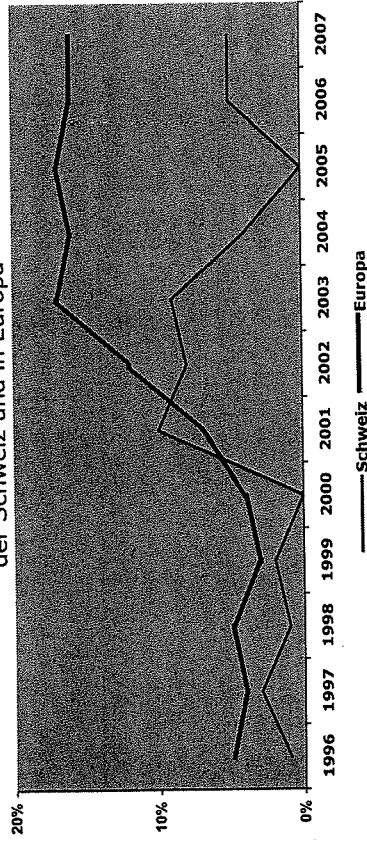
¹² Vgl. FN 11.

¹³ Zu diesem Trend nun auch das EBK-Positionspapier (FN 2), 44 f. Vgl. neustens auch Aussagen des Nestlé VR-Präsidenten und CEO Peter Brabeck am sogenannten „Ethos Day“, dazu NZZ vom 22./23. September 2007, S. 23, dass „die Proportionalität zwischen wirtschaftlichem Interesse und Stimmrecht [...] aufgehoben [werde]“. Vgl. zum Empty Voting auch HU HENRY T.C., „Die Offenlegung anpassen“, Finanz und Wirtschaft vom 19. September 2007, S. 1 und 6.

¹⁴ Positive Ansätze zeigen sich nun aber in der Vernehmlassung der EBK zur Revision der BEHV-EBK, vgl. unten, Ziff. IV. und V.

¹⁵ Vgl. Ständerätin Simmonetta Sommaruga in der Parlamentsdebatte, AmtBull SR, 2007, S. 407.

Chart 2: Private Equity Anteil an M&A Transaktionen in der Schweiz und in Europa



Quelle: Goldman Sachs und Thomson Financial Securities Data

Betrachtet man die einleitend als „Megatrend“ beschriebene Entwicklung etwas genauer, so kann festgestellt werden, dass das in gewissen Übernahme metaktiken vermehrt festzustellende Auseinanderfallen von Aktienbesitz (und mit diesem Besitz verbundenes ökonomisches Interesse an einer Wertsteigerung des Unternehmens, bzw. möglichst hohen „Total Shareholder Return“) und Stimmrecht offenbar immer häufiger vorkommt. Das typische Vorgehen lässt sich etwa an folgendem Fall demonstrieren:

Perry Corp. („Perry“), ein amerikanischer Hedge Fund, war Aktionär der King Pharmaceuticals („King“). 2004 wurde eine (freundliche) Übernahme von King durch die Mylan Laboratories („Mylan“) angekündigt, worauf der Preis der King-Aktien stieg, während die Mylan-Aktien stark an Wert verloren. Perry kaufte sich bei Mylan mit rund 10% der Aktien ein (womit sie zu deren grösstem Aktionär wurde), lagerte jedoch das wirtschaftliche Risiko an dieser Beteiligung durch Hedge Transaktion komplett (wieder) aus und behielt lediglich die Stimmrechte, mit welchen sie die notwendige Zustimmung zur Übernahme durch Mylan zu beeinflussen trachtete. Da Perry wirtschaft-

¹⁶ Vgl. dazu 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., 828.

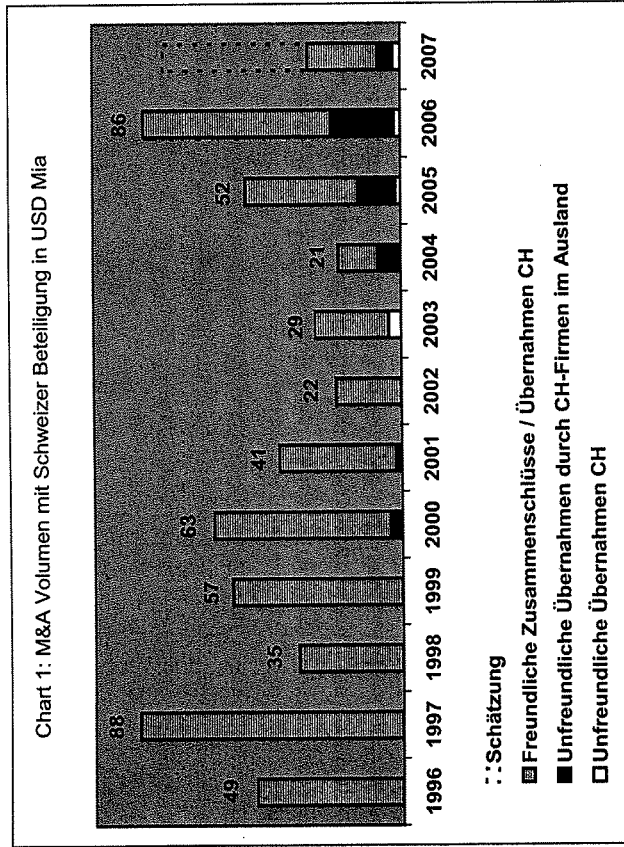
lich nur bei King beteiligt war, bei Mylan aber mitstimmen konnte (ohne dort ökonomisch investiert zu sein), hatte Perry ein Interesse daran, für die Übernahme zu stimmen, auch für die Übernahme zu einem höheren Preis, obwohl eine solche Transaktion für die Mylan Aktionäre eigentlich ungünstig war.¹⁷

Ein anderes, etwas abgewandeltes Beispiel könnte etwa so aussehen: Gesellschaft A annonciert eine Fusion mit B, der Kurs der A-Aktien springt von 100 auf 125; Hedge Fund X verkauft 8% der A-Aktien in einem Terminverkauf (ohne die Titel zu haben), und tätigt für weitere 8% „Short-Verkäufe“ (deren Erfüllung er mittels Securities Lending abdeckt); der Hedge Fund hat damit ein Interesse an sinkenden Kursen der A, da er im Erfüllungszeitpunkt des Terminverkaufs und am Ende der Wertschriftenleihe wird Titel kaufen müssen (zum dannzumaligen Kurs), um seinen Verpflichtungen nachzukommen; am einfachsten erreicht er ein Sinken der A-Aktien, indem er die Fusion sabotiert, entweder indem er versucht, beim Fusionspartner B gegen die Transaktion einzutreten (umgekehrt zu Perry), oder indem er sich beispielsweise weitere Aktien der A ausleiht und mit diesen Aktien gegen die Fusion stimmt.

Als Schlussbemerkung im Rahmen dieser Einleitung sei angefügt, dass der vor allem auf politischer Ebene aufgekommene Eindruck, Schweizer Unternehmen seien plötzlich besonders häufig Opfer von feindlichen Übernahmen, falsch ist. Ein Blick auf die jüngere Vergangenheit zeigt, dass zwar feindliches Vorgehen zunimmt, Schweizer Unternehmen aber häufiger „Tä-

¹⁷ Hinzuweisen ist noch auf den Ausgang des Falles: Ein Grossaktionär der Mylan, der sich gegen die Transaktion wehrte, klagte gegen Perry u.a. gestützt auf Section 13(d) des Securities Act of 1934, welche Investoren bei Grenzwertüberschreitungen zu einer Meldung gegenüber der Gesellschaft verpflichtet. Letztendlich aber kam es weder zur erwarteten Abstimmung noch zu einem Gerichtsurteil: Aufgrund von Rechnungslegungsproblemen bei King gab Mylan ihre Übernahmepläne auf, womit auch die Klage hinfällig wurde (vgl. HU/BLACK [FN 16], 828 f. mit weiteren Verweisen). Anfang 2006 kündigte die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC an, dass sie Sanktionen erwäge, wobei allfällige Untersuchungen nicht weiter kommentiert wurden.

ter“ im Ausland als inländische „Opfer“ ausländischer Angreifer sind, was folgende Chart belegt¹⁸:



Quelle: Goldman Sachs und Thomson Financial Securities Data

II. Hedge Fund Taktiken im Optionsbereich (bis Sommer 2007)

1. Überblick über „neue“ Angriffstaktiken

Über längere Zeit konzentrierte sich das verdeckte „Anschleichen“ auf die einfachste Taktik, indem zunächst melderfrei 4.99% Aktien plus 4.99%

¹⁸ Vgl. auch HU (FN 13), 1, der den Fall der Glencore zitiert, welche 2006 bei der Übernahme einer australischen Gesellschaft eine Verschleierungstaktik angewandt hat.

(durch Titellieferung zu erfüllende) Call-Optionen gekauft wurden, um dann an einem Tag X durch Zukauf weiterer Aktien die Meldepflicht auszulösen und innert dem Meldefenster von 4 Börsentagen¹⁹ noch soviel Aktien wie möglich zuzukaufen (und allenfalls die Optionen auch gleich noch auszuüben). Mit dieser Taktik konnte es einem Angreifer gelingen, eine erste Meldung über etwa 7-9% Aktien – bei Ausübung der Option über 12-16% der Aktien – zu machen.

Insbesondere seit 2006 (dem Vernehmen nach aber auch schon früher) wurde diese Taktik durch den Einsatz von Optionen mit Barausgleich²⁰ erweitert, verfeinert und perfektioniert. Ergänzt wurde diese Vorgehensweise da und dort durch den Einsatz von Securities Lending mit dem Zweck, Aktien extern zu „parkieren“. Der aktuell bestbekannte Fall in diesem letzten Bereich bestand in einem Securities Lending durch die ZKB im Fall Sulzer, bei dem die ZKB Titel von der Swisscanto borgte und als Sicherheit (technisch durch Sicherungsübereignung) Sulzer-Aktien lieferte. Obwohl diese zivilrechtlich natürlich ins Eigentum der Swisscanto übergingen, konnten sie von der ZKB faktisch aber offenbar jederzeit „zurückgerufen“ werden (indem die geborgten Titel zurückübertragen wurden), womit dann die Sicherheit wieder auf die ZKB zu übertragen war; die so „parkierten“ Titel wurden von der ZKB offenbar nicht gemeldet²¹.

Ebenfalls seit etwa 2006 sah man ein weiteres Phänomen auf dem Markt: Hatte ein Angreifer nach Anwendung eines „Versteckspiels“ nach vorstehend geschildertem Muster Aktien zu melden (dann oft gleich im Bereich von rund 15-20%) „benutzt“ er das Melderecht auf eine entgegengesetzte Art und Weise, indem er plötzlich seine Beteiligung sozusagen „übertrieb“, also eine Position meldete, die entweder seinen Bestand höher aussehens liess, als er war (indem z.B. auch ausgeliehene Wertschriften gemeldet, bei vorhandenen Positionen das Kursrisiko „weggehedge“; oder indem etwa Call-Optionen gemeldet wurden, die aber einen sehr hohen, weit über dem Marktpreis liegenden Strike hatten). Ziel dieser Strategie war (und ist) es, die Unternehmensführung unter Druck zu setzen und möglichen Drittanbietern

¹⁹ Vgl. Art. 18 BEHV-EBK.

²⁰ Diese waren nicht zu melden, vgl. Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK.

²¹ Vgl. Finanz und Wirtschaft vom 9. Mai 2005, S. 19: „Nach Vögelis Abgang bleiben Fragen offen.“

zu signalisieren, dass ein Konkurrenzangebot wenig oder keine Chancen hätte. Leider geht diese Strategie oft auf, indem beispielsweise die Wirtschaftspresse bei einer gemeldeten Position von 17% Aktien und 14% Optionen meldet, der Raider halte bereits 31% am Zielunternehmen.²²

Als letztes (allerdings schon immer existierendes) Phänomen sah man in jüngster Zeit wieder vermehrt, dass Optionen zumindest im Vorfeld einer Übernahme sozusagen für eine Startfinanzierung eingesetzt wurden, indem Optionen auf Aktien erworben werden und der Käufer vorerst nur die Options-Prämie bezahlt.²³

2. Hiding Ownership: Vorgehen bis Sommer 2007

Zu der im einleitenden Abschnitt umschriebenen „klassischen“ Vorgehensweise bei einem heimlichen Aufbau einer Beteiligung gesellte sich wie schon erwähnt seit 2006 eine neue Methode, die letztlich darin bestand, gekaufte Aktien bei einer Bank zu „parkieren“ und den späteren „Zugriff“ auf diese parkierten Aktien durch Call-Optionen mit Barausgleich zu sichern. Im einzelnen wurde bei dieser Taktik soweit ersichtlich folgendermassen vorgegangen:

Ein Raider kauft 4.9% Aktien (nebst vielleicht 4.9% Call-Optionen mit Titellieferung) und verkauft dann diese Aktien an eine Bank; diese schreibt im Gegenzug dem Raider eine Call-Option mit Barausgleich auf diese Position. Der Raider verwendet nun den Verkaufserlös minus die Prämie, die er für die Call-Option zu zahlen hat, für neue Käufe von Aktien und wiederholt das Spiel mit einer anderen Bank. Er selbst hält damit immer einen Aktienbestand von weniger als 5% und lediglich Optionen mit Barausgleich (bzw. höchstens 4.9% Optionen, die eine Titellieferung vorsehen).

²² So im Fall Sulzer vgl. Finanz und Wirtschaft vom 21. April 2007, S. 21: „Vor der Geburt des Industriergiganten Sulzer-Oerlikon“; Cash vom 26. April 2007, S. 8: „Warnung vor den Geldmachern“; NZZ am Sonntag, vom 22. April 2007, S. 31: „Konfliktreiche Koalition“; Tagesanzeiger vom 26. April 2007, S. 25: „Rätseln um Optionen auf Sulzer und OC Oerlikon“.

²³ Vgl. unten, II.5.

Am Tag X verkauft²⁴ der Raider die Optionen an alle involvierten Banken (typischer- aber nicht notwendigerweise jede Option an die Bank, welche die Option herausgegeben hat), und kauft dann von den Banken die nun für das Hedging der Call-Optionen unnötig gewordenen Titel. Eine Meldung macht der Raider erst in diesem Zeitpunkt, bzw. wartet damit noch während der Meldefrist von 4 Börsentagen, innert derer er weitere Titel kauft.

Abwandlungen von diesem Muster können darin liegen, dass die Bank einfach Optionen mit Barausgleich schreibt und sich die zur Absicherung dieser Option notwendigen Titel auf dem Markt kauft, oder dass statt Call-Optionen andere Derivate eingesetzt werden (z.B. Swaps mit Barausgleich).

Dieses Vorgehen unterläuft offensichtlich den Transparenzgedanken des BEHG und damit den Gesetzeszweck (Art. 1 BEHG), werden doch die Anleger darüber im Dunkeln gelassen, dass ein grosser, möglicherweise kontrollierender Block Aktien gebildet oder gar eine vollständige Übernahme beabsichtigt wird.²⁵ Dadurch wird der Markt irreführt und es könnte u.U. sogar argumentiert werden, dass eine Kursmanipulation stattfindet.²⁶ Zentral ist auch, dass durch das plötzliche Melden eines grossen Aktienblocks Konkurrenzofferten wenn nicht verunmöglich, dann doch zumindest stark erschwert werden.

3. Exaggerating Ownership

Sobald eine Meldung in den vorliegend umschriebenen Fällen erfolgt (evtl. nach Anwendung der soeben beschriebenen Hiding Taktik), versucht der Raider, wie schon einleitend erörtert, eine möglichst hohe Beteiligung darzulegen, die sein wirtschaftliches Engagement übertreibt, um Konkurrenzofferten auszuschliessen und Druck auf den Verwaltungsrat auszuüben.

²⁴ Denkbar ist auch, dass er alle Optionen ausübt.

²⁵ Vgl. Ziff. III.1. zur rechtlichen Beurteilung vor der Revision sowie Ziff. IV. zu den Änderungen im Juli und Dezember 2007.

²⁶ Vgl. etwa den diesbezüglichen Hinweis bereits in der Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl 1993 1369 ff., 1429.

Typische Erscheinungsformen im Rahmen dieser Taktik sind (a) der Erwerb von Call-Optionen mit sehr hohem Strike, (b) von sog. Call Spread Warrants²⁷ oder (c) der Einsatz von Securities Lending. Im ersten Fall muss der Raider für den Erwerb der Option nur eine sehr geringe Prämie zahlen (denn die Ausübung ist unwahrscheinlich); im zweiten Fall ist die Prämie ebenfalls nicht sehr hoch, weil die Gewinnmöglichkeit nach oben begrenzt ist. Dennoch wird in beiden Fällen der Besitz einer Option gemeldet, und insbesondere in der Wirtschaftspresse werden Aktien- und Optionsbesitz oft unbesehen addiert.²⁸ Noch extremer ist es, wenn blosses Securities Lending vorliegt, weil hier nach weiterhin geltendem Melderecht die geborgten Titel zum Aktieneigentum hinzugezählt werden, sofern das Stimmrecht (wie üblich) an den Borger übergeht.²⁹ Hält also beispielsweise der Raider nach Anwendung der Hiding Taktik vielleicht 18% der Aktien zu Eigentum, kann er sich weitere 12% ausleihen und eine Beteiligung von 30% melden und stimmen, womit er faktisch den Verwaltungsrat auswechseln kann und mit grosser Wahrscheinlichkeit kein anderer Interessent an der Firma das Unterbreiten einer Offerte in Betracht ziehen wird.

4. Empty Voting

Die soeben beschriebene Taktik des Übertreibens kann durch sogenanntes Empty Voting³⁰ ergänzt werden, bei dem Aktien zwar erworben werden, das ökonomische Risiko an der Aktie (oder in klassischer juristischer Sprache: die Vermögensrechte an der Aktie) aber weitertransferiert (z.B. durch einen

²⁷ 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 natürlich viel günstiger erwerbbar als normale Call-Optionen.

²⁸ Vgl. dazu vorne, FN 22.

²⁹ Art. 12 BEHV-EBK; vgl. zur rechtlichen Beurteilung vor der Revision Ziff. III.2. sowie zu Änderungen mit Auswirkungen auf das Securities Lending und die Taktik des Exaggerating Ziff. IV.

³⁰ Der soeben beschriebene Einsatz von Securities Lending ist auch eine Form von Empty Voting.

Terminverkauf oder durch einen Equity-Swap) oder zumindest abgesichert wird (z.B. durch den Erwerb von Put-Optionen).

Mittels dieser Taktiken (und noch einfacher mit dem schon beschriebenen Securities Lending) kann beispielsweise ein Hedge Fund Stimmen ausüben, an denen er gar kein ökonomisches Interesse hat. Im Extremfall besteht sogar ein negatives ökonomisches Interesse an einem Titel (weil der Hedge Fund sogenannte „short“ ist, d.h. Titel später liefern muss).³¹

5. Optionen zur Finanzierung

Nebst der Eignung von Optionen zum „Verstecken“ und zum „Übertreiben“ von Aktienpositionen haben Optionen auch den Effekt, dass sie den Aktien-erwerb in einer ersten Phase günstig zu finanzieren erlauben, wie die nachfolgende Tabelle darlegt (illustratives Pricing eines OTC-Calls bei 30% Volatilität):

	3 Monate	6 Monate	9 Monate	12 Monate
95%	8%	11%	13%	15%
100%	6%	8%	10%	12%
105%	4%	6%	8%	10%
110%	2%	5%	7%	8%

Strike

Mit einem Einsatz von 2-15% kann sich ein Raider also im obgenannten Beispiel den späteren Aktienwerb sichern.

³¹ Vgl. dazu das Beispiel oben, unter I.

6. Fallbeispiele

a) Saurer

Die Art und Weise, wie sich Hedge Funds typischerweise im Markt verhalten, kann beispielhaft am Übernahmefall der Saurer AG dargestellt werden. Der Investitions-Zyklus eines Hedge Funds in eine Gesellschaft lässt sich in der Regel in drei Phasen aufteilen:

In einer ersten Phase wird – allenfalls in Schritten – eine massgebende Beteiligung an einer Gesellschaft aufgebaut, wobei dieser Aufbau möglichst keine Kurssteigerung bewirken soll. In einer zweiten Phase versucht der aktive Aktionär, Aktionärsrechte nutzbar zu machen, um den Wert seines Investments resp. den Aktienkurs zu steigern. Eine durch aktives Handeln bewirkte Kurssteigerung soll den angestrebten Ausstieg vorbereiten. Die dritte Phase ist dadurch charakterisiert, dass der Investor den gewinnbringenden Ausstieg sucht, indem er entweder das Paket mit einer Prämie gesamthaft an einen Dritten verkauft oder durch eine direkte Aufspaltung oder einen aktiv bewirkten Verkauf einzelner Unternehmensteile seine Beteiligung – nach einer Ausschüttung des Verkaufserlöses – leichter „verkaufbar“ macht.

Im Fall der Saurer AG verliefen diese Phasen wie folgt:

- Im Juli 2005 legte eine Gruppe von Investment Vehikeln, die durch Laxey Partners Ltd („Laxey“) betreut werden, eine Beteiligung von 7.61% der Stimmrechte offen. Rund zwei Wochen später meldete Laxey eine Beteiligung von insgesamt 13.1% der Stimmen, bestehend aus einer Position von 7.78% in Namenaktien und einer Call-Option Position in Bezug auf 5.32% der Stimmrechte. Weitere zwei Wochen später veröffentlichte Laxey eine Meldung, wonach sie 15.02% der Stimmrechte ausschliesslich über eine Aktienposition hielt. Im April 2006 meldete Laxey, dass sie über 20% der Saurer Stimmen verfügte. Ende August 2006 betrug der neu offengelegte Stimmrechtsanteil 25.18% der Stimmrechte.
- Im Verlaufe dieses Beteiligungsaufbaus stellte ein Mitglied der Laxey im Hinblick auf die am 11. Mai 2006 stattfindende ordentliche Generalversammlung ein Traktierungsbegehren und verlangte darin die Zustimmung von einem Verwaltungsratsmitglied und eine Kapitalherabsetzung durch Nennwertrückzahlung. Als Kandidat für die Zuwahl in den Ver-

waltungsrat wurde der Präsident des Verwaltungsrates von Laxey Partners Ltd vorgeschlagen. Durch die beantragte Kapitalherabsetzung sollte der Nennwert von bisher CHF 9.50 pro Namenaktie um CHF 9.45 auf neu CHF 0.05 je Namenaktie herabgesetzt werden. Der Herabsetzungsbetrag sollte zur Rückzahlung an die Aktionäre verwendet werden. Der Saurer Verwaltungsrat nahm die angebotenen Traktanden und Anträge in die Tagesordnung der Generalversammlung vom 11. Mai 2006 auf. An der besagten Versammlung wurde die Kapitalherabsetzung abgelehnt und der vorgeschlagene Kandidat in den Verwaltungsrat gewählt.

Im Spätsommer 2006 verlangte Laxey die Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung und verlangte mit einem entsprechenden Traktandum die Auswechslung des Verwaltungsrates (Abwahlen und Neuwahlen). Kurz nach der Bekanntgabe dieses Begehrens um Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung, welches kurzfristig kurssteigernd wirkte, verkaufte Laxey ihre gesamte Beteiligung an der Saurer AG an die OC Oerlikon Corporation AG. Auf Grund von öffentlich zugänglichen Informationen fallen folgende drei Transaktionen auf, mit welchen bei einer Prämie gegenüber dem Börsenkurs anfangs September 2006 rund 36% der Saurer-Aktien zu einem Preis von CHF 120.00 gehandelt wurden:

Datum	Uhrzeit	Preis in CHF	Volumen
05.09.06	17.26.10	120	3'774'102
05.09.06	17.46.42	120	780'000
06.09.06	08.20.41	120	720'000

Mit einer erheblichen Prämie wurden damit mit drei Transaktionen Saurer-Aktien gehandelt, die mehr als den angebotspflichtigen Grenzwert (33 1/3% der Stimmrechte) ausmachten. Interessant ist bei diesen drei grossen Transaktionen, dass diese mehr als die Beteiligung der Laxey umfassten und weniger als die Offenlegung der OC Oerlikon Corporation AG in Aktien aufgrund von Transaktionen am 5. September 2006; denn es wurde eine Beteiligung im Umfang von rund 24% der Stimm-

rechte in Aktien und eine Optionsbeteiligung im Umfang von 26% der Stimmrechte offen gelegt.

Am 6. September 2006 kündigte die OC Oerlikon Corporation AG ein öffentliches Kaufangebot an und offerierte den Mindestpreis von CHF 93.42 je Saurer-Aktie. Der Angebotspreis wurde in der Folge in mehreren Schritten auf bis CHF 135.00 je Saurer-Aktie erhöht.³² Diese Erhöhung auf letztlich CHF 135.00 pro Aktie erfolgte vermutungsweise nur, weil OC Oerlikon Corporation AG frühzeitig erkannte, dass zumindest mit den nach der offiziellen Voranmeldung getätigten Optionskäufen, die als indirekte Aktienkäufe qualifizierten, die Best Price Rule verletzt wurde.³³

b) Sulzer

Aus diesem noch pendingen Fall seien hier nur zwei Elemente geschildert, die belegen, dass „Parkierungstechniken“ in der Praxis eine grosse Rolle spielen:

Mittels sogenannter OTC-Transaktionen in Sulzer-Aktien wechselten am 20. April 2007 fast 20% der Aktien innerhalb weniger als einer halben Stunde den Besitzer³⁴, im Einzelnen:

- 11.32h: 125'000 (3.5%) zu je CHF 1730;
- 11.32h: 175'000 (5%) zu je CHF 1730;
- 11.33h: 25'000 (0.7%) zu je CHF 1730;
- 11.34h: ca. 35'000 (1%) zu je CHF 1730;
- 11.35h: ca. 45'000 (1.3%) zu je CHF 1730;
- 12.00h: 300'000 (8.5%) zu je CHF 1730.

³² Siehe dazu den Sachverhalt in der Empfehlung II Saurer AG vom 31. Oktober 2006 (unter <<http://www.takeover.ch>>).

³³ Siehe dazu unten, VI.

³⁴ Vgl. NZZ vom 12. Mai 2007, S. 25: „Szenarien für die Rolle der ZKB im ‘Sulzer Deal’“.

Per 20. April 2007, also für denselben Tag, meldete die in Österreich domizilierte Everest Beteiligungs GmbH den Erwerb von 17.51% Aktien und 14.4% Optionen³⁵. Kein seriöser Marktteilnehmer würde ernsthaft behaupten wollen, dass die obigen Transaktionen in einem liquiden, unbeeinflussten Markt zustande kamen. Für den Betrachter ist nur der Schluss möglich, dass die Aktien „parkiert“ („Parkscheine“ waren möglicherweise Optionen mit Barausgleich) und dann innert eines kurzen Zeitfensters alle parkierten Wertpapiere „abgerufen“ wurden.

Ein interessanter Unteraspekt dieses Falles wurde ersichtlich durch eine Pressemitteilung der Swisscanto vom 7. Mai 2007³⁶, aus der erhellt, dass die (in der Mitteilung nicht genannte) ZKB 4% Sulzer-Aktien als „Sicherheit für Securities Lending“ an die Swisscanto übertrug („andiente“, wie es in der Mitteilung heisst) und sich dabei offenbar auf den Standpunkt stellte, dass sie diese Titel selbst nicht mehr zu ihrem meldepflichtigen Bestand zu zählen hatte (wohl mit der – zivilrechtlich richtigen, allerdings melderechtlich irrelevanten – Begründung, das Eigentum sei ja auf die Swisscanto übergegangen). Diese Titel wurden von der ZKB dann am 20. April offenbar im Zusammenhang mit den vorstehend genannten Transaktionen von der ZKB „zurückgerufen“ – dazu war die ZKB ja auch jederzeit in der Lage, denn durch Rückgabe der von ihr gelieferten Titel hatte sie jederzeit Anspruch darauf, dass ihr die als Sicherheit hinterlegten Titel wieder ausgehändigt würden³⁷. Damit wird klar, dass die zivilrechtliche Eigentumszuordnung in solchen Fällen irrelevant ist, ist doch die wirtschaftliche Berechtigung für die Verfügungsmacht ausschlaggebend.

³⁵ Börsenrechtliche Offenlegungsmeldung der Everest Beteiligungs GmbH vom 26. April 2007 über 31.92% „Voting Rights“.

³⁶ Pressemitteilung der Swisscanto Holding AG vom 7. Mai 2007: „Swisscanto an Transaktionen mit Sulzer-Aktien nicht beteiligt“ (abrufbar unter <www.swisscanto.ch>).

³⁷ Vgl. Finanz und Wirtschaft, 9. Mai 2007, S. 19: „Nach Vögelis Abgang bleiben Fragen offen“.

c) *Implenia*

In Fall *Implenia* bekundete eine Gruppe britischer Investment Vehikel, betreut von *Laxey Partners Ltd* („*Laxey*“), Interesse am Erwerb einer grösseren Beteiligung an der *Implenia AG*. Dem Vernehmen nach erfolgten erste informelle Informationen durch *Laxey*, dass sie 22% der Titel kontrolliere, bereits im Februar 2007. Eine formelle Meldung erfolgte allerdings erst am 5. April 2007, als *Laxey* den Erwerb von 12.2% der Aktien meldete; am 16. April 2007 wurden dann 22.89% Aktien notifiziert³⁸.

Analysiert man nun die in dieser Phase gemeldeten börslichen und ausserbörslichen Umsätze, so wird ersichtlich, dass nur wenige Titel in herkömmlicher Weise die Hand wechselten, so beispielsweise am

- 4. April 2007: SWX: 50'880 (0.275%) Aktien/OTC: nichts;
- 5. April 2007: SWX: 37'124 (0.201%) Aktien/OTC: nichts.

Theoretisch sind Umsätze in Titeln, die der SWX nicht gemeldet werden, möglich, aber kaum in einem Umfang von 10%. Damit können die plötzlich gemeldeten 12.2% Aktien wohl nur so erworben worden sein, dass sie zunächst „parkiert“ wurden, um sie dann im richtigen Zeitpunkt abzurufen. Da keine Umsätze ersichtlich sind, müssen die „Parkhäuser“ in diesem Fall Institute gewesen sein, die nicht Teilnehmer der SWX waren – „Parkscheine“ mögen wieder Optionen mit Barausgleich oder damit vergleichbare Finanzinstrumente (wie z.B. *Contracts for Difference*) gewesen sein.

III. Wie ging das Recht bis Sommer 2007 mit solchen Taktiken um?

1. Gegen „Hiding Ownership“

Bis im Sommer 2007 standen den Behörden bereits zwei Ansatzpunkte zur Verfügung, um gegen *Hiding-Taktiken* vorzugehen, nämlich die *Qualifika-*

³⁸ Vgl. die börsenrechtlichen Offenlegungsmeldungen der *Laxey* vom 11. April und vom 17. April 2007.

tion von Optionsgeschäften als indirekten Erwerb und die Behandlung von *Raider* und involvierten Banken als Gruppe.

Schlüssel zur ersten Vorgehensweise war (und ist) Art. 9 Abs. 3 lit. d *BEHV-EBK*, 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*). Herangezogen werden kann im Einzelfall auch Art. 9 Abs. 3 lit. a *BEHV-EBK*, der das treuhänderische Vorgehen erfasst, d.h. das „Handeln im eigenen Namen, aber auf Rechnung des wirtschaftlich Berechtigten“, dies insb. bezüglich des treuhänderischen Haltens des Absicherungsbestandes bei den Schreibern von *Call-Optionen* (ob diese nun eine *Titellieferung* vorsehen oder nicht).

Zweite Vorgehensmöglichkeit der Behörden war (und ist), Optionsgeschäfte der geschilderten Art als Gruppenbildung zwischen *Bank(en)* und *Erwerber* aufzufassen. Art. 15 *BEHV-EBK* sieht nämlich vor, dass die Koordination der Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb von Aktien zu einer Meldung der Gruppe führt. Indiz für das Vorliegen einer Gruppe in einem konkreten Fall kann der Nachweis sein, dass *Call-Emittenten* die Geschäfte im fraglichen Umfang nicht eingehen würden, wenn sie nicht Kenntnis davon hätten, dass der Erwerber ein Angebot „plant“ resp. den Absicherungsbestand dann auch erwirbt.

Verfahrensmässig war (und ist) weiter denkbar, dass die *EBK* die Suspendierung des Stimmrechts von Aktien, die unter Umgehung der *Meldevorschriften* erworben wurden, zumindest während ihrer Untersuchung auf Art. 35 Abs. 3 *BEHG* abstützt. Diese Bestimmung besagt, dass wenn die Aufsichtsbehörde „Kenntnis von Verletzungen des Gesetzes oder sonstigen Missständen [erhält], so sorgt sie für [...] die Beseitigung des Missstandes. Sie trifft die dazu notwendigen Verfügungen [...]“. Die *EBK* scheint allerdings nicht bereit zu sein, gestützt auf diese Bestimmung vorzugehen.

Abgesehen von dieser unklaren Suspendierungsmöglichkeit der Stimmen (die im Übernahmerecht explizit existiert, vgl. Art. 32 Abs. 7 *BEHG*) sah das bis November 2007 geltende Recht lediglich eine (allerdings sehr hohe) *Bussandrohung* nach Art. 41 *BEHG* vor (vgl. zum neuen Recht *Ziff. V.*). Häufig wird hier behauptet, der geforderte *Vorsatz* sei schwierig nachzuweisen, was aber eher erstaunt: Man kann kaum Pläne nach der vorstehend geschilderten *Taktik* schmieden und umsetzen und die notwendigen Aktien

sozusagen fahrlässig erwerben, oder die Meldung einfach (fahrlässig) vergessen: Anders gesagt ist Fahrlässigkeit bei den geschilderten Taktiken allenfalls auf Seiten der involvierten Banken möglich, sicher aber nicht beim Raider, denn er handelt immer bewusst (und ist in aller Regel auch durch rechtskundige Berater vertreten).

2. Gegen „Exaggerating Ownership“

Gegen die übertreibende Angabe von hohen Optionsbeständen ist unter bisherigem Recht kein Vorgehen möglich gewesen, da beim Erwerb von Optionen der Strike-Preis nicht offengelegt werden muss. Auch gegen das Ausweisen von geborgten Aktien (und Repo-Geschäften), die ein hohes Eigentum „vorgaukeln“ sollen, konnte nach bisherigem Recht nichts unternommen werden, da (leider) kein separater Ausweis geborgter Papiere erfolgte: geborgte Aktien werden nach Art. 12 BEHV-EBK zu gekauften Aktien hinzugezählt, sofern das Stimmrecht auf den Borger übergeht.

Beim Einsatz anderer Derivate, die es erlauben, das ökonomische Risiko des Aktienbesitzes wieder wegzuhedgen, gab es ebenfalls keine Handhabe, da Gesetz und Verordnung bisher auf Erwerbsrechte ausgerichtet waren (resp. auf das Schreiben von Put-Optionen und nicht auf den Erwerb solcher Rechte)³⁹.

IV. Änderung der BEHV-EBK im Sommer 2007

1. Geschichte und Hintergrund

Im Rahmen der breiten öffentlichen Kritik am Vorgehen von Raidern in den vorstehend geschilderten Fällen beschloss die EBK (allerdings erst, nachdem das Parlament aktiv geworden war)⁴⁰ am 23. Mai 2007 Änderungen der

³⁹ Vgl. Art. 13 BEHV-EBK.

⁴⁰ Vgl. dazu unten, V.

BEHV-EBK, welche im hier interessierenden Bereich im Wesentlichen zwei Neuerungen brachten, die seit 1. Juli 2007 in Kraft sind⁴¹:

Zunächst wurde eine Meldepflicht für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte eingeführt, unabhängig davon, ob eine Realerfüllung vorgesehen oder zugelassen ist. Dies, indem der Passus „soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen“ im Verordnungstext gestrichen wurde. Der neue ab 1. Juli 2007 geltende Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK lautete bis Ende November 2007 folgendermassen:

„Der Meldepflicht unterstehen:

- a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen);
- b. das Einräumen (Schreiben) von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen).“

Sodann wurde die 5%-Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte aufgehoben, indem Art. 13 Abs. 3 aBEHV-EBK gestrichen wurde.

2. Folgen der Änderung der BEHV-EBK

Bereits mit diesen Änderungen, die ohne den Gesetzgeber möglich waren, ist nun das klassische Hiding, wie es bis Sommer 2007 praktiziert wurde, nicht mehr möglich, d.h. dieses Vorgehen stellt auch dann eine Verletzung der Regeln dar, wenn kein indirekter Erwerb oder keine Gruppenbildung nachgewiesen werden können.

Ein Vorbehalt gegen diese Aussage ist allerdings dann anzubringen, wenn der Begriff des Erwerbsrechtes in Zukunft restriktiv ausgelegt werden sollte, werden sich die Taktiken dann doch einfach auf komplexere Derivate verlagern, so beispielsweise auf gewisse Arten von Swaps. Ob die Ergänzungen im Dezember 2007 – insbesondere Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG und Art. 13 Abs. 1^{ter} BEHV-EBK (vgl. Ziff. IV. und V.) – dem ein Ende bereiten werden, muss die Praxis weisen.

⁴¹

Vgl. AS 2007 (Nr. 26, 26. Juni 2007), S. 2953 f., ferner EBK-Medienmitteilung Nr. 45 vom 22. Juni 2007.

Auf das „exaggerating ownership“ haben die Änderung der BEHV-EBK keinen Einfluss, ebenso wenig auf das „empty voting“ (vgl. oben, II.4.).

3. Erste Rechtsfragen zur neuen BEHV-EBK

Wie erwähnt wird eine ganz wichtige Frage sein, ob Derivate, die lediglich als ein Charakteristikum eine Call-Option beinhalten (ob mit Barausgleich oder nicht), auch unter die Definition von Art. 13 BEHV-EBK fallen. U.E. ist das zu bejahen – es kann nicht sein, dass sich nun ein „Wettrüsten“ entwickelt, bei dem die Finanzmärkte mit immer komplizierteren Produkten die gesetzlichen Bestimmungen zu umgehen versuchen. Abzustellen ist damit auf Sinn und Geist der neuen Regelung, die nur vor dem Hintergrund all der laufenden Verfahren und den Parkierungsbemühungen von Raidern verstanden werden kann. Erfasst werden damit zumindest all diejenigen Geschäfte, bei denen der Emittent des Derivates Aktien des fraglichen Unternehmens (oder gegebenenfalls auch Derivate auf solche Aktien) banküblicherweise als Sicherheit hält, da genau in dieser Konstellation Derivate verwendet werden, um als „Parkierscheine“ Aktien später abzurufen, die sich formell im Eigentum einer Bank befinden (vgl. Ziff. II.2.). Erfasst sind somit von der Regel insb. auch:

- Swaps durch die Partei, die bei steigenden Kursen Titel oder einen Barausgleich erhält;
- „Contracts for Difference“ (CFD), bei welchen Aktien virtuell gekauft werden, indem vom Verkäufer keine Titel geliefert, sondern an einem bestimmten Verfalltag unter den Vertragsparteien mittels einer Ausgleichszahlung über die Wertveränderung der Aktien abgerechnet wird. Ist der Kurs gestiegen, erhält der Käufer eine Zahlung im Umfang der Differenz zwischen dem Kurs am Verfalltag und dem Kurs bei Vertragsschluss; ist der Kurs gefallen, erhält der Verkäufer diese Differenz. CFDs sind nichts anderes als die Kombination des Erwerbs einer Call Option mit dem Schreiben einer Put Option, je mit Barausgleich. Beides ist (einzeln) gemäss Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK meldepflichtig, und damit auch der Erwerb eines CFD als Kombination.

Die Änderungen im BEHG sowie die erneute Überarbeitung der BEHV-EBK per 1. Dezember 2007 haben gerade auch in diesem Bereich Neuerungen gebracht (vgl. sogleich, IV.4.).

Fraglich bleibt, welcher Anteil „innerhalb“ eines Derivates erreicht sein muss, damit eine Meldung erforderlich ist: keine Meldung ist notwendig, wenn etwa im grossen Stil Optionen auf den SMI gekauft werden, obwohl solche Optionen beispielsweise ein Anrecht auf eine erhebliche Anzahl von Novartis oder Nestlé Aktien einräumen können. U.E. sollte hier die Regel 2 Abs. 3 Ziff. 3 der Richtlinie betr. Management-Transaktionen analog herangezogen werden, die eine Meldepflicht für Transaktionen in bestimmten Finanzinstrumenten vorsieht, wenn der Wert der Finanzinstrumente zu mehr als einem Drittel von Beteiligungsrechten des Emittenten (resp. Call- oder Put-Optionen darauf) abhängt (Drittelsregel)⁴².

4. Weitere Änderungen per 1. Dezember 2007

In einer zweiten Teilrevision im Hinblick auf die Änderung des Art. 20 BEHG wurden per 1. Dezember 2007 weitere Artikel des 3. Kapitels der BEHV-EBK („Offenlegung von Beteiligungen“) geändert⁴³. Angestrebt wird damit insbesondere eine Erweiterung der meldepflichtigen Tatbestände sowie eine detailliertere Offenlegung der Vorgänge, welche die Meldepflicht auslösten. Die Artikel 12 ff. BEHV-EBK wurden zum Teil grundlegend überarbeitet.

⁴²

Regel 2 Abs. 3 Ziff. 3 der Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen (Management-Transaktionen-Richtlinie) der SWX Swiss Exchange lautet: „Gegenstand der Meldepflichten sind Transaktionen in: [...] 3. Finanzinstrumenten jeder Art, die nicht unter Art. 74a Abs. 1 lit. a und b KR fallen, deren Preis aber massgeblich von den Beteiligungs-, Wandel-, Erwerbs-, Bezugs- oder Veräusserungsrechten oder anderen Rechten eines Emittenten abhängt oder deren Wert sich massgeblich durch andere Parameter des Emittenten bestimmt. Der Meldepflicht unterstehen weitere Finanzinstrumente wie beispielsweise Indexprodukte, Baskets oder Optionen auf derartige Finanzinstrumente, sofern der Wert dieser Instrumente massgeblich von Beteiligungsrechten oder anderen Rechten zum Erwerb oder zur Veräusserung von Beteiligungsrechten des Emittenten abhängt. Massgeblichkeit liegt vor, wenn der Wert derartiger Finanzinstrumente zu mehr als 33% von Beteiligungsrechten gemäss Art. 74a Abs. 1 lit. a und b KR abhängt.“ (<http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-2_de.pdf>).

⁴³

Die Anhörung zu dieser zweiten Teilrevision wurde am 2. Oktober 2007 eröffnet und bereits am 15. Oktober geschlossen; vgl. Begleitbrief der EBK zur Eröffnung der Anhörung zur Teilrevision der BEHV-EBK vom 2. Oktober 2007; <http://www.ebk.admin.ch/d/regulier/konsultationen/20071002_01_d.pdf>).

Grundkonzept der Neuregelung ist, dass aus der Offenlegung die wirtschaftliche Risikoposition eines Aktionärs erschlossen werden kann. Es soll im Vergleich zur alten Regelung grössere Transparenz betreffend der Parallelität zwischen Offenlegung einer Stimmeteiligung und Tragen des unternehmerischen Risikos erreicht werden. Die wesentlichen Mittel zu dieser Verbesserung der Transparenz sind die folgenden:

– Gemäss Art. 10 Abs. 3 BEHV-EBK ist das Erreichen, über- oder unterschreiten eines Grenzwertes je einzeln und unabhängig voneinander für die Erwerbsposition und für die Veräusserungsposition zu melden, sobald eine Position einen Grenzwert erreicht, über- oder unterschreitet. Ein „Netting“ entgegengerichteter Transaktionen und/oder Positionen gibt es nicht.

– In Art. 17 BEHV-EBK wurde der Inhaltskatalog einer Offenlegung erweitert. Namentlich ist der die Meldepflicht auslösende Sachverhalt, wie beispielsweise Erwerb, Veräusserung, Wertpapierleihe und vergleichbare Geschäfte oder auch die Begründung einer gemeinsamen Absprache offen zu legen (s. Art. 17 Abs. 1 lit a^{bis} BEHV-EBK). Zudem ist bei kotierten Finanzinstrumenten die Wertpapierkennnummer (ISIN) anzugeben und, wenn die Finanzinstrumente nicht kotiert sind, die wesentlichen Bedingungen wie namentlich Bezugsverhältnis, Ausübungspreis und Ausübungsfrist (s. Art. 17 Abs. 1^{bis} BEHV-EBK).

Art. 13 BEHV-EBK erweitert – nach einer neuerlichen Überarbeitung⁴⁴ – die meldepflichtigen Beteiligungsinstrumente. Neu von der Meldepflicht erfasst ist einerseits das früher freigestellte Einräumen von Wandel- oder Erwerbsrechten sowie der Erwerb oder die Veräusserung von Veräusserungsrechten. Denn meldepflichtig sind nach Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK:

- gemäss lit. a: der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten sowie von Veräusserungsrechten; und
- gemäss lit. b: Das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten sowie von Veräusserungsrechten.

Andererseits sollen neben den bisher (explizit) genannten Aktien sowie Erwerbs- und Veräusserungsrechten neu auch weitere – dem Sinn nach jedoch bereits jetzt erfasste – Finanzinstrumente, welche „wirtschaftlich oder auf andere Weise ermöglichten, Beteiligungspapiere zu erwerben“⁴⁵, ausdrücklich der Meldepflicht unterstehen. Derartige Finanzinstrumente unterstehen allerdings nur im Vorfeld einer Übernahme einer verschärften Meldepflicht. Es wird Sache der Behörden sein zu bestimmen, wie gemäss diesem funktionalen Regelungsansatz des Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG der Wortlaut „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot“ auszulegen ist. Sinnvoll wäre es, in Anlehnung an Art. 27 BEHV-EBK diese Auslegung dahingehend vorzunehmen, dass „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot“ handelt, wer auf Grund einer objektiven Betrachtungsweise die fragliche Transaktion nur vornimmt, weil er möglicherweise ein öffentliches Übernahmeangebot in naher Zukunft unterbreiten möchte resp. im Fall der Unterbreitung eines Angebotes aus der fraglichen Transaktion in Finanzinstrumenten Vorteile ziehen kann (wobei die nahe Zukunft einen Zeitraum von 2 Jahren abdecken könnte).

Wichtig sind sodann auch die bereits erwähnten Vorschriften des Art. 17 BEHV-EBK bezüglich des Inhalts der Meldung. Nach der Neuregelung muss der die Meldepflicht auslösende Sachverhalt angegeben werden, und zudem müssen bezüglich der erwähnten Finanzinstrumente nähere Informationen offengelegt werden. Insbesondere sind dabei anzugeben die wesentlichen Bedingungen des Geschäfts, die Identität des Emittenten, der Basiswert, das Bezugsverhältnis sowie Ausübungspreis, -frist und -art. Anhand dieser Informationen kann ein Beteiligungsrecht im Hinblick auf seine Bedeutung für eine gemeldete Gesamtbeteiligung eingeschätzt werden. Diese Vorschriften haben vor allem zum Ziel, die beschriebenen Taktiken des „Exaggerating Ownership“ sowie des „Empty Voting“ einzudämmen.

Mit der Erweiterung der meldepflichtigen Finanzinstrumente sowie der umfassenderen Regelung der offenlegungspflichtigen Informationen resp. der Zusammensetzung der Beteiligung werden u.E. wichtige Schritte getan, um gegen das „Hiding Ownership“ sowie die Taktik des „Exaggerating Ownership“ vorzugehen. Insbesondere durch die Pflicht zur Offenlegung der Er-

⁴⁴ Art. 13 Abs. 1^{er} BEHV-EBK i.V.m. Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG. Vgl. aber auch zur Rechtslage vor Inkrafttreten der neuen Regeln oben, IV.3.

⁴⁴ Vgl. oben, IV.1.

werbsvorgänge und der Geschäftsbedingungen dürfte damit auch ein zur Erkennung des „Empty Voting“ geeignetes Mittel geschaffen worden sein.

V. Änderung des BEHG

1. Geschichte

Eingeführt wurde die teilweise Änderung des BEHG in einer Vorlage (ursprünglich „Bundesgesetz über dringende Anpassungen bei der Offenlegung im Börsengesetz“) durch die Nationalratskommission im Rahmen der Behandlung des FINMAG⁴⁶. Modifikationen erfolgten dann im Ständerat (vom Kommissionssprecher als „Verbesserungen formeller Natur“ bezeichnet). Datum der Schlussabstimmung war der 22. Juni 2007. Die Referendumsfrist endete am 11. Oktober 2007, in Kraft getreten ist die neue Regelung per 1. Dezember 2007.

2. Materielle Änderungen

Überblickartig können die Änderungen folgendermassen zusammengefasst werden:

- Einführung der neuen Schwellenwerte von 3, 15 und 25%, wobei die Werte von 15 und 25% der EU-Transparenzrichtlinie entsprechen und das Problem der SWX lösen, dass die an der virt-x gehandelten Titel schweizerischer Unternehmen diesen Vorschriften bereits seit Mitte 2005 unterliegen⁴⁸;
- Erfassung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten in Art. 20 Abs. 1 BEHG und auch in Abs. 2 a.E., wobei zusätzlich die Ausübung von Veräusserungsrechten einer Veräusserung gleichgestellt wird;

⁴⁶ Vgl. AmtBull NR, 2007, S. 99 ff.

⁴⁷ AmtBull SR, 2007, S. 405, insb. 416 ff.

⁴⁸ Vgl. Art. 28 ZR EU sowie das entsprechende Memorandum der Zulassungsstelle der SWX, „Regulatorische Rahmenbedingungen für Emittenten – Handel von SWX-kotierten Effekten an virt-x“, RZ 50, S. 13 (<http://www.swx.com/download/admission/listing/equity_market/regulatory_framework_de.pdf>).

- Verankerung der Addition von Aktien und Optionen ohne Freigrenze schon im Gesetz (dieser Aspekt wurde aber durch die EBK im Rahmen ihrer Anpassungen der BEHV-EBK bereits „vorgeholt“, vgl. oben, IV.4.).
- Definition des indirekten Erwerbs in Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG: „Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben.“
- Regelung der Stimmrechtssuspensionierung als neue Sanktion gegen Meldepflichtverstösse in Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG, der Folgendes bestimmt: „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. Hat die Person eine Beteiligung im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot (5. Abschnitt) unter Verletzung der Meldepflicht erworben, so können die Übernahmekommission (Art. 23), die Zielgesellschaft oder einer ihrer Aktionäre vom Richter die Suspensionierung des Stimmrechts verlangen.“
- Möglichkeit der EBK, nach Art. 20 Abs. 5 BEHG a.E. für Banken und Effekthändler in Anlehnung an international anerkannte Standards Ausnahmen vorsehen.

3. Folgen der Änderung des BEHG

Generell wird die Senkung der Schwelle auf 3% das Frühwarnsystem stärken, wobei die Addition von Aktien und Erwerbsrechten (welche ja zwischenteilig wie ausgeführt schon von der EBK eingeführt wurde) aber wohl entscheidender ist.

Eine grosse Änderung (und Verbesserung) stellt die gesetzliche Normierung der Stimmrechtssuspensionierung dar, wobei die EBK dieses Recht u.E. schon heute gestützt auf Art. 35 BEHG hatte (vgl. Ziff. III.1.). Auf erste Fragen zu dieser Bestimmung wird unten näher eingegangen (vgl. Ziff. V.4.).

Keine Änderung ergeben sich aus dem Gesetz bezüglich Securities Lending, womit das Empty Voting und das Übertreiben des Bestandes möglich bleibt.

ben, wobei dies durch einige Transparenzvorschriften insbesondere in Art. 17 BEHV-EBK etwas erschwert wird. Die EBK hat hier in ihrer Vernehmlassung zur neuerlichen Revision der BEHV-EBK aber nun eingegriffen, indem nicht nur die Meldepflicht neu gefasst wird, sondern auch offenzulegen sein wird, wie hoch der Aktienbestand ist, der aus Securities Lending stammt.⁴⁹

4. Die Suspendierung des Stimmrechts im Besonderen

Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG sieht als (zusätzliche) Sanktion bei der Verletzung der Meldepflicht die Suspendierung der Stimmrechte vor:

„Auf Verlangen der Aufsichtsbehörde, der Gesellschaft oder einer 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. Hat die Person eine Beteiligung im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot (5. Abschnitt) unter Verletzung von Absatz 1 erworben, so können die Übernahmekommission, die Zielgesellschaft oder einer ihrer Aktionäre vom Richter die Suspendierung des Stimmrechts verlangen.“

Erstaunlicherweise nicht geregelt ist im neuen Recht der Gerichtsstand der Klage, wobei in der parlamentarischen Beratung darauf hingewiesen wurde, dass sich diese Frage nach der bestehenden Zivilprozessordnung richte und somit das kantonale sachlich zuständige Gericht am Sitz der Zielgesellschaft zuständig sei.⁵⁰ U.E. müsste dieser Gerichtsstand zur Anwendung gelangen, denn es kann nicht sein, dass beispielsweise ein Aktionär, der gegen einen anderen Aktionär vorgehen will, in dessen Sitzstaat klagen muss (der ja ohne weiteres Off-Shore sein kann, da es sich beim beklagten Aktionär wohl häu-

⁴⁹ Vgl. eingehend oben, IV.4.; siehe insb. den neu gefassten Art. 17 Abs. 1 lit. a^{bis} sowie lit. g BEHV-EBK; vgl. auch den Erläuterungsbericht zur Teilrevision BEHV-EBK per 1. Dezember 2007, S. 8 f.

⁵⁰ Vgl. Ständerat Hannes Germann in der Parlamentsdebatte, AmtBull SR, 2007, S. 417. Des Weiteren wurde vorgeschlagen, dass in der zukünftigen eidgenössischen ZPO die Klage aus Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG „einer einzigen kantonalen Instanz zugewiesen werden könnte, bei welcher das rechtliche und fachliche Wissen konzentriert ist“, wie dies im Entwurf der eidgenössischen ZPO für einzelne Fälle vorgesehen ist (AmtBull SR, 2007, S. 417).

fig um einen Hedge Fund handeln dürfte). Dieser Gerichtsstand wird sich üblicherweise aus den Gesellschaftsstatuten ergeben (welche in der Regel den Sitz der Gesellschaft als Gerichtsstand für alle gesellschaftsrechtlichen Angelegenheiten vorsehen) resp. subsidiär aus Art. 151 Abs. 1 IPRG, wonach in gesellschaftsrechtlichen Streitigkeiten die schweizerischen Gerichte am Sitz der Gesellschaft für Klagen gegen die Gesellschafter zuständig sind. Wird die Stimmrechtssuspendierung als vorsorgliche Massnahme angewandt, so besteht so oder anders ein Gerichtsstand am Sitz der Gesellschaft.⁵¹

Unklar ist auch, wie die Beweislast zu verteilen ist in Fällen, in welchen eine Meldepflichtverletzung auf Anrieb wahrscheinlich scheint (vgl. etwa die oben geschilderten Fälle, in denen aufgrund der Umsatzmeldungen die Transaktionen nicht nachvollzogen werden konnten). Muss dann, wenn nicht erklärt werden kann, wie jemand plötzlich 12% der Aktien halten kann (weil in den Tagen vor der Meldung gar keine erkennbaren Umsätze erzielt wurden) immer noch der klagende Aktionär beweisen, wie der angeblich pflichtvergessene Erwerber seine Pflichten verletzt hat (was in aller Regel nicht möglich sein wird), oder soll sich letzterer vielmehr entlasten müssen, indem er darlegt, wie er seiner Ansicht nach rechtskonform vorgegangen ist? Uns scheint, die Gerichte müssten den zweiten Ansatz wählen, denn sonst werden die neuen Bestimmungen in der Praxis von Anfang an völlig zahnlos sein, haben doch weder die EBK noch die Gesellschaft – und schon gar nicht ein anderer Aktionär – die Möglichkeit, darzulegen, wie das Aufkaufen der Beteiligung tatsächlich erfolgte und wann genau eine Meldepflichtverletzung geschah. Diese Beweisschwierigkeiten müssten die Gerichte zumindest mit dem Zugeständnis einer Beweislastleichterung würdigen. Vorgeschlagen wurde in der parlamentarischen Beratung eine Unterscheidung des erforderlichen Beweismasses hinsichtlich der Dringlichkeit des Entscheids: so sollen gemäss einem Votum für den Erlass einer superprovisorischen resp. provisorischen Massnahme an die Beweisführung geringere Anforderungen gestellt werden als im Hauptprozess.⁵²

Offen ist weiter die Frage, ob jeweils die ersten 2.99% erworbenen Aktien auch vom Stimmrecht suspendiert werden oder nur diejenigen, mit denen der

⁵¹ Vgl. Art. 24 LugÜ resp. Art. 10 IPRG i.V.m. Art. 33 GestG.

⁵² Ständerat Hannes Germann in der Parlamentsdebatte, AmtBull SR, 2007, S. 417.

Meldepflicht nicht nachgekommen wurde. Da u.E. die Stimmrechtsspendierung eine Sanktion für gesetzeswidriges Verhalten darstellt, sollten bei einer Verletzung alle Aktien des pflichtvergesenen Erwerbers stimmrechtslos werden, inkl. derjenigen von Personen, die er direkt oder indirekt kontrolliert. Dies ergibt sich einerseits aus dem Wortlaut der Bestimmung, wonach „das Stimmrecht“ zu suspendieren sei, und andererseits aus der Analogie zur entsprechenden Regelung im Übernahmerecht (wo die Suspendierung der Stimmrechte nach Art. 32 Abs. 7 BEHG bereits seit Jahren möglich ist), in welchem der Richter „die Ausübung sämtlicher Stimmrechte desjenigen suspendieren [kann], der seiner Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebotes nicht nachkommt“⁵³.

Unklar ist auch, ob die betroffene Gesellschaft bei Verdacht auf Verletzungen den Eintrag in das Aktienbuch verweigern darf, oder ob sie die Aktien zuerst einzutragen und dann auf Stimmrechtsspendierung zu klagen hat. U.E. muss die Eintragungsverweigerung möglich bleiben. Der Aktionär kann dann auf Eintragung klagen und die Gesellschaft widerklageweise (bzw. eventualiter, bei angeordnetem Eintrag) Suspendierung geltend machen.

Bezüglich der Stimmrechtssuspendierung stellt sich schliesslich die Frage, wie eine Verletzung der Meldepflicht zu handhaben ist, die vor Inkrafttreten der neuen Regelung stattgefunden hat. Mangels einer spezifischen Rückwirkungsregel zu Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG beurteilt sich dies nach den allgemeinen Regeln der Rückwirkung. Unklar ist (bis zu einem gerichtlichen Urteil), ob die Stimmrechtsspendierung als verwaltungs- oder als zivilrechtliche Massnahme gilt. Bei der Offenlegungspflicht und der neuen Sanktion der Stimmrechtsspendierung (Art. 20 BEHG) handelt es sich um (verwaltungsrechtliches) Marktschutzrecht, das von den am Markt Beteiligten durchzusetzen ist; Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG bietet den von einer Verletzung der Offenlegungspflicht betroffenen Personen und Behörden Gelegenheit zu einer Klage vor dem Zivilrichter hinsichtlich der gesellschaftsrechtlichen Thematik der Stimmrechtsausübung.

Wird von einer verwaltungsrechtlichen Massnahme ausgegangen, so ist auf den verwaltungsrechtlichen Grundsatz abzustellen, wonach die Anwendung neuen Rechts auf zeitlich offene Dauersachverhalte zulässig ist (sog. unechte Rückwirkung). Eine solche Situation ist gegeben, „wenn bei der Anwendung

des neuen Rechts auf Verhältnisse abgestellt wird, die schon unter der Herrschaft des alten Rechts entstanden sind und beim Inkrafttreten des neuen Rechts noch andauern“. Bestehen also die Auswirkungen einer vor Einführung des neuen Rechts erfolgten Meldepflichtverletzung noch fort, so können die Stimmrechte gemäss Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG suspendiert werden.

Die Folgen von Meldepflichtverletzungen dauern an sich an, solange ein Aktionär die widerrechtlich – unter Verletzung des Offenlegungsrechts – erlangte Beteiligung hält. Dies ergibt sich aus folgender Überlegung: Gemäss der Botschaft zum Börsengesetz soll mit der Offenlegungspflicht gemäss Art. 20 BEHG eine faire Preisbildung auf dem Markt gewährleistet sowie ein heimlicher Erwerb im Hinblick auf eine Übernahme verunmöglicht werden. Die Offenlegungspflicht ist nämlich insofern eng verknüpft mit der Regelung über öffentliche Übernahmeangebote, als der „heimliche Erwerb“ einer erheblichen Beteiligung an einer Publikumsgesellschaft verhindert und der Aufbau einer faktisch kontrollierenden Beteiligung in der Regel nur über ein öffentliches Kaufangebot erreicht werden kann. In diesem Sinne stellt die Offenlegung sicher, dass die Publikumsaktionäre nicht um eine Kontrollprämie „betrogen“ werden können. Gerade dies (und somit die dazu notwendige Verletzung der Meldepflicht) ist jedoch Grundlage der typischen Strategien einiger Aktionäre, wie sie vorstehend beschrieben wurden, denn ohne Verletzung der Meldepflicht könnte der Investor seine Beteiligung nicht in genügendem Umfang oder nicht genügend „billig“ erwerben, und könnte damit entweder keine kontrollierende Beteiligung oder aber keine Prämie darauf erwirtschaften. Solange der Aktionär seine Strategie gestützt auf die gesetzeswidrig zu billig erworbene Beteiligung weiterverfolgt, dauert der Verletzungszustand an. Es handelt sich deshalb um einen Dauersachverhalt, auf welchen eine neu in Kraft tretende Regel im Sinne der unechten Rückwirkung ohne Weiteres anwendbar ist. Mit anderen Worten: Mit einer gesetzeswidrigen Nicht-Offenlegung wird die Kaufbegrenzungswirkung als Regelungszweck des Offenlegungsrechts ausser Kraft gesetzt; denn im Falle einer korrekten Offenlegung hätte der nicht-offenlegende Aktionär die tatsächlich aufgebaute Beteiligung entweder gar nicht oder anderenfalls nur zu einem höheren Einstandspreis erwerben können. Die durch die Nicht-Offenlegung bewirkte Marktstörung dauert somit noch an.

Im Ergebnis ähnllich liegt der Fall, wenn die Stimmrechtsspendierung als zivilrechtliche Problematik klassifiziert wird: Gemäss den Grundsätzen der Rückwirkung in Art. 1 ff. SchIT ZGB ist eine Rückwirkung unter bestimm-

⁵³ Botschaft BEHG (FN 26), 1418 f.

