

Wettlauf der «Waffensysteme» bei Unternehmensübernahmen

Optionsstrategien als Herausforderungen für das schweizerische Übernahmerecht

Die «Eroberung» von Saurer durch Oerlikon stellte das Übernahmerecht vor Herausforderungen, da erstmals in grossem Stil Optionen eingesetzt wurden. Im Folgenden wird dargelegt, dass bereits neue Optionenstrategien erkennbar sind, die die im Gesetz angestrebte «Waffengleichheit» zwischen Angreifern und Zielfirma gefährden können. Die Autoren sehen im heutigen Rechtsrahmen jedoch Spielraum für behördliche Massnahmen. (Red.)

Zur klassischen Übernahmetaktik gehört - wie im Kriegswesen - das unbemerkte Anschleichen an das Ziel. Das Übernahmerecht will dies verhindern, wie es umgekehrt auch unfairen Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft einen Riegel vorschiebt. Bevor ein Anbieter, der ein Unternehmen kaufen will, den Kapitalmarkt über seine Übernahmeabsicht durch Publikation einer Voranmeldung oder eines Angebotsprospektes informiert, will er in der Regel bereits über eine derart grosse Beteiligung an der Zielgesellschaft verfügen, dass diese keine Abwehrmassnahmen mehr ergreifen kann und eine Konkurrenzofferte eines Dritten unwahrscheinlich wird. Dieser Beteiligungsaufbau erfolgt auch deshalb «im Stillen», weil so Aktien vergleichsweise günstig, d. h. ohne die im Übernahmeangebot später notwendige Prämie, erworben werden können.

Frühwarnsystem via Offenlegungspflicht

Das schweizerische Übernahmerecht versucht, ein unentdecktes Aufbauen einer grösseren Position durch Offenlegungspflichten zu verhindern. Nach dem Börsengesetz muss der an Aktien wirtschaftlich Berechtigte eine Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft offenlegen, wenn er die Grenzwerte von 5%, 10%, 20%, 33 1/3%, 50% oder 66 2/3% der Stimmrechte erreicht oder überschreitet. Eine Durchbrechung dieses Frühwarnsystems lässt das Gesetz dann zu, wenn der Angreifer die 5%-Grenze weder in Aktien noch in Optionen erreicht. Dieser kann somit eine Position von 4,9% in Aktien und von zusätzlich 4,9% in Call-Optionen aufbauen, bevor er - mit einem möglichst grossen Sprung - innerhalb der Meldefrist die Meldeschwelle überspringt und eine Beteiligung von vielleicht 11% offenlegt.

Eine erst in jüngster Zeit entwickelte Möglichkeit, diese Bestimmungen zu umgehen, eröffnet sich einem Anbieter, wenn dieser im Vorfeld einer Übernahme Call-Optionen erwirbt, die keine physische Aktienlieferung, sondern einen Barausgleich bei der Ausübung vorsehen, da diese nach dem Wortlaut der Regelung gar nicht meldepflichtig sind (Art. 13 Abs. 1 lit. a BEHV-EBK).

Erstmalig wurden in der Schweiz im vergangenen Herbst bei der Übernahme der Saurer AG durch die OC Oerlikon Corporation AG Optionsstrategien in grossem Umfang eingesetzt. Am Tage der Voranmeldung verfügte Oerlikon bereits über eine Beteiligung an der Saurer von 24,1% in Aktien und 26,1% in Optionen, in der Summe also gut 50%, ohne dass vorgängig eine Offenlegungsmeldung erfolgt war. Auch wenn ein Grossteil der Aktienbeteiligung vom ehemaligen Grossaktionär Laxey Partners Ltd. stammte, waren dabei erhebliche Vorbereitungs- und Koordinationsarbeiten für das Zusammenstellen der zusätzlichen Optionsbeteiligung erforderlich. Denn Banken schreiben Call-Optionen in derartigem Umfang nur, wenn sie gleichzeitig durch ein Gegengeschäft Aktien zur Abdeckung erwerben können - und zwar umso mehr, je wahrscheinlicher die Ausübung ist oder wird (sogenannter Delta-Hedge).

Weil Oerlikon mit der Optionsbeteiligung von 26,1% bei marktgemäsem Delta-Hedge rund 17% der Saurer-Aktien bei Banken blockierte und weil die Mehrheit der gehaltenen Optionsserien «tailor made» war, also nicht marktgerechte Optionsparameter hatte, folgte die schweizerische Übernahmekommission (ÜK) in der Auseinandersetzung zwischen Saurer und Oerlikon der Auffassung von Saurer und qualifizierte die Optionsgeschäfte der Oerlikon als sogenannten indirekten Erwerb von Aktien.

Diese Betrachtungsweise führte dazu, dass das Angebot als bedingungsloses Pflichtangebot auszugestalten war (denn die Grenze von 33 1/3% galt damit als überschritten) und dass von der ÜK festgestellt wurde, Oerlikon habe die sogenannte Best-Price-Rule verletzt, die ab der Ankündigung des Übernahmeangebotes die absolute Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft sicherstellen soll. Oerlikon musste deshalb nicht nur die zu Beginn im Angebot formulierten Bedingungen streichen, sondern der Entscheid der ÜK sorgte indirekt auch für eine wesentliche Erhöhung des Angebotspreises.

Raffinierte Optionen mit Barausgleich

Im Übernahmefall Saurer war es möglich, beim «Heranpirschen» die Offenlegung von wesentlichen Beteiligungen auszuschalten, weil vor allem Hedge-Funds über grössere Positionen verfügten, die Oerlikon einen Tag vor der Bekanntgabe direkt oder indirekt über diejenigen Banken kaufen konnte, die dann auch die Call-Optionen an Oerlikon emittierten. Eine Attacke in einem einzigen Sprung war so trotz der geltenden Offenlegungsbestimmungen möglich. Oft fehlen indessen solche Grossaktionäre, die den Handwechsel grosser Blöcke ermöglichen.

Für diesen Fall scheint nun ein neuer Weg zur Ausschaltung des Frühwarnsystems gefunden worden zu sein, nämlich der Erwerb von Optionen mit Barausgleich bzw. Cash-Settlement, welche das Schweizer Recht - im Gegensatz zu den meisten ausländischen Rechten - von der Meldepflicht ausnimmt. Bei diesen Optionen ist der indirekte Erwerb von Aktien schwieriger begründbar, da mit der Ausübungserklärung direkt keine Aktien bezogen werden. Allerdings ist es aufgrund der Interessenlage des Inhabers solcher Optionen und der emittierenden Bank naheliegend, dass vom Anbieter anstelle des Ausgleichbetrages bei Ausübung dennoch Aktien erworben werden, denn der Übernahmeinteressent will ja letztlich Aktien erhalten, und die Bank will nicht auf den für das Hedging nicht mehr benötigten Aktien sitzenbleiben, da diese über den Markt wegen der Grösse der Pakete selten ohne Kursverlust veräussert werden können.

Die von vornherein gleichgelagerten Interessen von «Angreifer» und involvierten Banken lassen deshalb vermuten, dass das Cash-Settlement nur vorgeschoben wird, um die Meldepflicht zu umgehen, obwohl an sich eine Übertragung von Aktien des Zielunternehmens geplant ist. Diese Übertragung kann zur Verschleierung und Abgeltung des Zeitwertes der Optionen - wie im Fall Saurer vorexerziert - so geschehen, dass die Optionen zuerst an die emittierende Bank zurückverkauft werden und dann im Gegenzug in einem separaten, später gemeldeten Kauf die von der Bank nicht mehr benötigten, aber sozusagen bereitliegenden Aktien gekauft werden.

Über die Verschleierungstaktik und Sicherung der Aktien hinaus erlauben solche vorgelagerten Optionsgeschäfte auch einen vorläufig relativ geringen Mitteleinsatz: Denkbar ist etwa, dass ein Inhaber von 4,9% Aktien diese einer Bank verkauft und sich gleichzeitig von dieser Optionen mit Barausgleich auf diese Titel einräumen lässt - je nach Ausgestaltung der Option kann der Mitteleinsatz auf diese Art auf weniger als 10% des Wertes der unterliegenden Aktien beschränkt werden - und das so «gesparte» Geld in den Erwerb weiterer Optionen gesteckt werden.

Im Rahmen der heutigen Rechtsordnung

Rechtlich stellt sich neben der Umgehungs-Problematik die Frage, ob die das Call-Papier schreibende Bank in gemeinsamer Absprache mit dem Angreifer handelt. Denn in gemeinsamer Absprache handelt, wer seine Vorgehensweise im Hinblick auf den Erwerb von Aktien koordiniert. Die Bank, die dies macht, müsste die Beteiligung deshalb kumuliert und gemeinsam mit dem Übernahmeinteressenten in einer «Gruppenmeldung» offenlegen. Tut sie dies nicht, stellen sich auch sogenannte Gewährsfragen. Es wäre deshalb zu begrüssen, wenn die hiesigen Behörden Optionen mit Barausgleich oder verwandte Produkte wie «Total Return Equity Swaps» unter Berücksichtigung des Zwecks der Börsenregulierung kritisch beurteilen würden.

Solche Produkte können je nach Konstellation entweder Umgehungsversuche darstellen und sind dann als offenlegungspflichtiger indirekter Aktienerwerb zu

behandeln, oder es kann ein Handeln in gemeinsamer Absprache zwischen dem Übernahmeinteressenten und der emittierenden Bank vorliegen. Beide Sichtweisen stellen sicher, dass das heute geltende Offenlegungsrecht auch bei diesen neuen Strategien zur Übernahme einer Gesellschaft seine Frühwarnfunktion erfüllt. Nur wenn diese Funktion gewahrt bleibt, ist sichergestellt, dass verkaufswillige Aktionäre bei einer öffentlichen Übernahmeofferte ihre Aktien zu einem fairen und adäquaten Preis verkaufen oder sich in Kenntnis der Umstände entscheiden können, ihre Titel zu behalten.

* Die Autoren sind in der Anwaltskanzlei Bär & Karrer, Zürich, tätig.

Mit der Neuen Zürcher Bank tritt ein agiler Broker auf den Plan

Gallarotti E.

ti. Bei der Eroberung des Saurer-Konzerns durch OC Oerlikon hat die Neue Zürcher Bank (NZB) eine bedeutende Rolle gespielt. Die äusserst agile, im Jahr 2000 gegründete und schwergewichtig im Brokergeschäft mit institutionellen in- und ausländischen Kunden verankerte Bank hat auf Wunsch von Georg Stumpf, Verwaltungsratspräsident von Oerlikon, federführend verschiedene Emissionen von Saurer-Optionen begleitet. Aus den Empfehlungen der Übernahmekommission (ÜK) zum Oerlikon-Übernahmeangebot für Saurer geht hervor, dass Optionsemissionen von Julius Bär und Merrill Lynch auf Anfrage der NZB zustande kamen (vgl. Tabelle unten). Die Bank erwarb als Intermediär auch Saurer-Optionen der Bank Vontobel und strukturierte im Auftrag der in Wien domizilierten M & A Privatbank Neuemissionen in derivativen Produkten auf Saurer-Aktien.

Dieser Tage hat die NZB ihr Brokergeschäft durch den Zukauf von Brokerage-Aktivitäten der Bank Sarasin weiter ausgebaut (vgl. NZZ 23. 1. 07). Im Gegenzug erwarb die Basler Privatbank einen Anteil von 20% an der NZB Holding und sicherte sich die Option, diese Beteiligung auf 40% zu verdoppeln. Führender Kopf der NZB ist der sehr gut vernetzte Martin Eberhard, der zuletzt für das Brokerage-Geschäft der Bank Julius Bär verantwortlich gezeichnet hatte. Auch die anderen NZB-Geschäftsleitungsmitglieder können mehrheitlich auf eine berufliche Tätigkeit bei renommierten Privatbanken zurückblicken.