

Hintertür wird abgeschlossen

Mit Hilfe von Derivat-Instrumenten greifen «Raider» attraktive Unternehmen an. Seit 1. Dezember gelten dafür strengere **Pflichten**.

Von Heinz Kubli

Der Schweizer Derivatemarkt ist weltweit führend in Sachen Grösse und Produktvielfalt. Rückblickend ist es deshalb nicht verwunderlich, dass in den vergangenen zwei Jahren Übernahmen mittels dieser Instrumente durchgeführt wurden: Warrants und strukturierte Produkte sind brillante Werkzeuge im Übernahmekampf. Überspitzt formuliert stellen Derivate «Aktien durch die Hintertür» dar und haben Auswirkungen auf Stimmrechtsverhältnisse und Aktienkursentwicklungen, die sowohl von der breiten Öffentlichkeit als auch von den Unternehmen unterschätzt werden. Hätten die Angriffe auf Firmen wie Unaxis und Saurer verhindert werden können? Mittels eines Derivate-Screenings und einer entsprechenden Abwehrstrategie könnten solche Attacken künftig, wenn nicht verhindert, so zumindest erschwert werden. Denn die Instrumente können sowohl für den Angriff als auch zur Verteidigung genutzt werden. Klar ist, dass ein Raider, ein Plünderer, alle zur Verfügung stehenden Mittel einsetzt, um die angestrebte Übernahme über die Bühne zu bringen. Demzufolge war es klar, dass Derivate für Übernahmen eingesetzt werden und – wie im Falle von Saurer und Unaxis – alle Betroffenen schliesslich vor vollendeten Tatsachen stehen würden.

Deshalb ist seit 1. Dezember die Teilrevision der Börsenverordnung in Kraft. In einem neuen Artikel wird zur Publikation der Einzelpositionen verpflichtet, wer einen Grenzwert erreicht, über- oder unterschreitet – sei es beim Erwerb oder bei der Veräusserung unter anderem von Beteiligungspapieren, Wandel- oder Erwerbsrechten. Ein Netting, also die Verrechnung von Positionen, wird explizit verboten, der Hintertür-Zutritt durch Aktionariat ist nun meldepflichtig.

Ist eine Meldepflicht ausreichend? Kann ein Unternehmen mit diesen Informationen seine Derivatepositionen managen? Oder gar Einfluss auf gehandelte Positionen nehmen? Vorteil der Offenlegung ist, dass Positionen nun exakter gemessen werden können. Doch aus den Meldungen allein sind kaum Folgerungen ableitbar. Erst durch die Analyse und Verarbeitung der vielschichtigen, dynamischen und komplexen Informationszusammenhänge können Aussagen zu den auf die Aktie wirkenden Kräften gemacht werden. Diese können dann sowohl für den Angriff als auch für die Abwehr genutzt werden.

Doch nicht nur Übernahmen können Aktienkurse und Handelsvolumen beeinflussen. Die jüngsten Markturbulenzen zeigten, dass Knock-in- und Knock-out-Optionen, deren Barrieren weit weg vom Marktpreis bei Emission liegen, die Aktienkurse, die



Heinz Kubli ist Gründer und Geschäftsführer der Fundabilis GmbH in Zürich.

sich diesen Barrier-Levels nähern, stark beeinflussen. Trend verstärkende und schwächende Absicherungsregime können sich bei exotischen Optionen innerhalb von wenigen Prozenten der Aktienkursbewegungen abwechseln und sowohl Aktienkurse als auch Handelsvolumen beeinflussen. Es ist für die Unternehmensführung schwierig, die wichtigen Informationen herauszufiltern, falls sie nicht über die entsprechenden Derivate-Screenings verfügt. Die permanente systematische Derivatemarktbeobachtung ist umfangreich. Insbesondere, wenn es darum geht, aus dem Derivate-Dickicht Aussagen abzuleiten, und wenn man zwischen «normalem» und «derivatbedingtem Handel» unterscheiden will. ■

Der Inhalt dieses Artikels gibt die Meinung des Autors wieder. Sie muss nicht mit der Einschätzung der Redaktion übereinstimmen.



Zugang erschwert Die Teilrevision der Börsenverordnung soll Firmen besser schützen.