

Aktienrückkäufe und Kursbeeinflussung

Von Roger Groner, Rechtsanwalt, New York*/Peter E. Meier, Baden**

«Well, we are against fraud, aren't we?»¹

The proper objective of securities law is to make markets function efficiently. In efficient markets, uninformed traders never pay too much for their shares since all information about the securities is impounded in their prices. Therefore, capital market efficiency is the best protection for investors. Securities law that restricts capital market efficiency, on the other hand, is not beneficial.

Is Communication No. 1 of the Swiss Takeover Board efficient in its attempt to prevent manipulation by re-

stricting the company's ability to freely repurchase its own shares? This article argues that Communication No. 1 restricts capital market efficiency. In addition, a satisfying definition of stock price manipulation has not yet been found. And manipulation by mere buying or selling securities is difficult to achieve in an efficient market, at least over an extended period of time. Hence, in a liquid market, the assumed benefits of Communication No. 1 do not seem to justify its costs.

Inhaltsübersicht

I. Aktienrückkäufe

- A. Deren Nutzen
- B. Rechtliche Rahmenbedingungen
- C. Kosten von Mitteilung Nr. 1
- D. Fragestellung

II. Definition der Kursbeeinflussung

- A. Kurspflege und Kursbeeinflussung
- B. Begriffsmerkmale
- C. Beeinflussung der freien Preisbildung
- D. Künstlicher Preis
- E. Veranlassung Dritter zum Abschluss von Effektengeschäften
- F. Relevanz subjektiver Begriffsmerkmale

III. Wahrscheinlichkeit erfolgreicher Kursbeeinflussung

- A. Übersicht
- B. Möglichkeit der Kursbeeinflussung
 - 1. Einführung
 - 2. Kapitalmarkteffizienz
 - 3. Hypothese austauschbarer Effekten
 - 4. Liquiditätshypothese
 - 5. Preisdruckhypothese
- C. Profite aus der Kursbeeinflussung
 - 1. Verkauf der Effekten
 - 2. Vertragliche Ansprüche

IV. Schlussfolgerungen

I. Aktienrückkäufe

A. Deren Nutzen

Aktienrückkäufe wurden in den letzten Jahren zunehmend dazu benutzt, liquide Gesellschaftsmittel, die nicht zu einer den Kapitalkosten entsprechenden Rendite investiert werden können, an die Aktionäre zurückzugeben².

Durch die Ausschüttung der überflüssigen Mittel wird die Wahrscheinlichkeit verkleinert, dass Verwaltungsrat und Geschäftsführung mit den Mitteln («*money to burn*») unrentable Investitionen tätigen, die aber einen *Fun*-Effekt haben. Im Endeffekt werden weniger neue schöne Büros gekauft, unprofitable *trophy acquisitions* erworben und unverhältnismässig Wohltätigkeits-, Kultur- oder Sportveranstaltungen gesponsert³.

Weiter kann mit einem Aktienrückkauf die Eigenkapitalquote flexibel reduziert und eine *Gewinnver-*

* LL.M., Attorney at Law (New York).

** Direktor bei *Bank Julius Bär & Co. AG* (Zürich).

¹ *Sumner Pike*, SEC Commissioner, bei der Diskussion von Rule 10b-5 (aus *Hazen Thomas Lee, The Law of Securities Regulation*, 3. Aufl., St. Paul 1996, S. 763; *Iffland Jacques, La repression pénale des manipulations de cours en droit suisse*, Diss. Lausanne 1994, erste Seite).

² Das Volumen von Aktienrückkaufprogrammen in der Schweiz stieg vor allem ab 1997. In den Jahren 1993 bis 1996 schwankte die Summe der Kaufpreise für öffentlich angekündigte Aktienrückkäufe zwischen Null Franken (1995) und CHF 600 Mio. (1993). Im Jahre 1997 belief sich die Zahl auf CHF 2350 Mio., 1998 auf CHF 4260 Mio., 1999 und 2000 lag sie über CHF 13 000 Mio. (Rapport de Commission des OPA sur les rachats de titres de participation du 6 octobre 1999, EBK Bulletin 2000, Heft 39, S. 43 ff., S. 47; *Bank Julius Bär & Co. AG* [Hrsg.], Aktienrückkäufe in der Schweiz – mögliche Kandidaten, Zürich 1998).

³ *Kraakman Reinier H., Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Control*, Yale Law Journal 93 (1984), S. 857 ff., S. 863.

dichtung (d.h. ein höherer Gewinn pro einzelne im Publikum ausstehende Aktie) herbeigeführt werden⁴.

Schliesslich hat auch die Erhöhung des Unternehmensrisikos – und damit des Konkursrisikos – durch den Abfluss der liquiden Mittel eine positive Wirkung⁵. Damit steigt nämlich der *Druck auf das Management*, Kosten tief zu halten und möglichst hohe Nettozahlungsströme zu generieren⁶. Überschüssige liquide Mittel sind demgegenüber ein Kopfkissen. Tendenziell halten sie das Management von einer konsequent renditeorientierten Geschäftsführung ab, da mit den freien Mitteln Verluste aufgefangen und Fehlentscheide kaschiert werden können.

Publikumsgesellschaften signalisieren dem Markt mit ihrem Aktienrückkauf somit auf subtile, aber dennoch ernsthafte Weise, dass entweder die Aktien unterbewertet sind oder dass zur Zeit keine rentablen Investitionsprojekte in Aussicht stehen und die Unternehmensführung gewillt ist, *shareholder value* zu schaffen, anstatt die freien Mittel unrentabel zu horten⁷.

B. Rechtliche Rahmenbedingungen

In Anlehnung an das amerikanische Gesellschafts- und Börsenrecht, welches Aktienrückkäufe mehr oder weniger flexibel regelt⁸, begannen europä-

ische Staaten in den 1990er Jahren, Aktienrückkäufe zu erleichtern⁹.

In der Schweiz erfolgte mit der Aktienrechtsrevision von 1992 ein Paradigmenwechsel¹⁰. Anstelle des Verbotes des Erwerbs eigener Aktien (mit einzelnen Ausnahmen) wurde die *generelle Zulässigkeit* eingeführt, wenn auch mit Schranken¹¹. So kann eine Gesellschaft eigene Aktien nur im Umfang von 10 Prozent der Nennwerte des Aktienkapitals zurückkaufen. Ausserdem muss der Erwerb mit frei verwendbarem Eigenkapital finanziert werden (Art. 659 OR¹²).

Aktienrückkäufe im Umfang von USD 100 Milliarden angekündigt. Aufgrund der starken Zunahme der Marktkapitalisierung machte dieser Betrag aber nur noch rund 1.5% der Marktkapitalisierung von Standard & Poor's Gesellschaften aus (*Grundlehner Werner*, Aktienrückkauf-Programme sind oft leere Versprechungen, Finanz und Wirtschaft vom 22. August 1998, S. 22). Die Zahlen sind allerdings insofern zu relativieren, als die Beträge den *angekündigten* Volumen entsprechen. Die tatsächlich mittels Aktienrückkäufen ausgeschütteten Summen sind tiefer. Gemäss einer Untersuchung von *James D. Westphal* wurden 38% aller angekündigten Aktienrückkaufprogramme in den fünf Jahren seit Ankündigung nicht durchgeführt. Zwei Drittel der aktiv rückkaufenden Gesellschaften erwarben dabei weniger als die Hälfte der angekündigten Zahl von Aktien (*Announcements of Buybacks Often Fail to Come True, Study Shows, Bloomberg* vom 16. August 1998).

⁴ *Wöhe Günther/Bilstein Jürgen*, Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 7. Aufl., München 1994, S. 333.

⁵ *Jensen Michael C.*, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review 76 (1986), S. 323 ff., S. 325.

⁶ *Jensen* (Fn. 5), S. 324.

⁷ Selbst in effizienten Märkten liegt typischerweise kein Informationsgleichstand zwischen Investoren und der Unternehmensführung vor. Gesellschaftsorgane haben nämlich einfacheren und billigeren Zugang zu unternehmensspezifischen Informationen (*Gilson Ronald J./Kraakman Reinier H.*, The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review 70 [1984], S. 549 ff., S. 573). Dies wird durch Untersuchungen bestätigt, die zeigen, dass Gesellschaftsorgane, die mit Aktien der Gesellschaft handeln, bessere Renditen erzielen als die restlichen Marktteilnehmer (*Ross Stephen A./Westerfield Randolph W./Jaffe Jeffrey*, Corporate Finance, 5. Aufl., Boston 1999, S. 335). Gesellschaftsorgane sind somit tendenziell besser über die Gesellschaft und deren Marktumfeld orientiert als der Markt. Ein Aktienrückkauf kann damit signalisieren, dass die Aktien unterbewertet sind.

⁸ Die Aktienrückkaufbewegung entstand in den USA: Im Jahre 1987 betrug das Volumen angekündigter Aktienrückkäufe von Gesellschaften, die im Standard & Poor's Index enthalten waren, rund USD 35 Milliarden. Dies entsprach rund 2% der Marktkapitalisierung. 1997 wurden

⁹ Zahlreiche westeuropäische Rechtsordnungen revidierten in den 1990er Jahren die Bestimmungen über den Erwerb eigener Aktien. *Deutschland* (*Wiese Götz Tobias*, KonTraG: Erwerb eigener Aktien und Handel in eigenen Aktien, DB 1998, S. 609), *Frankreich* (*Couret Alain/Mercier Jean-Yves*, Le nouveau régime du rachat par une société de ses propres actions, Droit financier et boursier 61 [1998], S. 13 ff., S. 13 ff.), *Schweden* (*Geiger Martin M.*, Der Erwerb eigener Aktien im schwedischen Recht, AG 1997, S. 163 ff., S. 166 ff.) und *Österreich* (*Benisch Eva-Maria*, Ein neues Gesetz ermöglicht Aktienrückkauf: Wien hat Nachholbedarf, Finanz und Wirtschaft vom 21. Juli 1999, S. 31) sind illustrative Beispiele.

¹⁰ In der Wissenschaftsphilosophie wird die zuweilen sprunghafte Entwicklung von Ideen und Wechsel von Anschauungen als *Paradigmenwechsel* qualifiziert. Paradigmen sind vorherrschende Muster, Konzepte, Methoden und Sichtweisen, die dem Verständnis der Welt und den Problemlösungen zugrunde liegen. Im Laufe der Geschichte wechseln die entsprechenden Paradigmen sprunghafte Weise (*Kuhn Thomas S.*, The Structure of Scientific Revolutions, New York 1996, S. 25 ff.).

¹¹ *Nobel Peter*, Vom Umgang mit eigenen Aktien, Schriften zum neuen Aktienrecht Nr. 6, Zürich 1994, S. 5 ff.

¹² Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911, SR 220 (Stand am 24. April 2001).

Neben dem Aktienrecht gilt für den öffentlich angekündigten *börslichen Rückkauf* kotierter Aktien *Mitteilung Nr. 1 der Übernahmekommission*¹³. Mitteilung Nr. 1 enthält verschiedene Bestimmungen, welche die Lauterkeit des Rückkaufes, Transparenz für den Anleger und die Funktionsfähigkeit des Marktes gewährleisten sollen. Publik gemachte Aktienrückkäufe über mindestens 2 Prozent des Aktienkapitals sind der Übernahmekommission vor deren Durchführung zu melden. Erfüllt der geplante Aktienrückkauf die Voraussetzungen von Mitteilung Nr. 1, ist er von der Einhaltung der Bestimmungen des Börsengesetzes über die öffentlichen Kaufangebote freigestellt.

Mitteilung Nr. 1 schränkt den Rückkauf ein, damit die Gesellschaft den *Kurs* ihrer Effekten *nicht beeinflussen* kann¹⁴. So darf die Gesellschaft während der Dauer des Rückkaufs pro Börsentag nicht mehr als 25% des durchschnittlichen Tagesvolumens zurückkaufen, das der betreffende Titel in den jeweils 30 vorangehenden Börsentagen im börslichen Handel erzielt hat¹⁵. Weiter darf die Gesellschaft während der Eröffnungs- und Schlussauktion sowie der anschliessend an ein «*stop trading*» durchgeführten Auktion keine Kaufaufträge eingeben¹⁶. Werden die Rückkäufe über eine spezielle zweite Handelslinie durchgeführt, darf zudem der auf der zweiten Handelslinie angebotene Preis den auf der ersten Linie angebotenen Preis grundsätzlich nicht um mehr als 5% übersteigen¹⁷. Wie mit dem Verbot der Kursmanipulation nach Art. 161^{bis} StGB¹⁸ sollen damit «*künstliche*» Börsenpreise bzw. das absichtliche Stören der freien Preisbildung durch Angebot und Nachfrage verhindert werden¹⁹.

Ausserdem soll mit Mitteilung Nr. 1 die Gleichbehandlung der Aktionäre gewährleistet werden: Es soll verhindert werden, dass verkaufende Aktionäre vom «*hochgetriebenen*» Kurs profitieren, während die restlichen Aktionäre nur noch zum (infolge Been-

digung des Rückkaufprogramms) tieferen Kurs ihre Titel verkaufen können²⁰.

C. Kosten von Mitteilung Nr. 1

Der Eingriff von Mitteilung Nr. 1 in den börslichen Markt ist die Lösung für ein vermutetes Marktversagen. Zwar erscheint der Eingriff auf den ersten Blick nicht übermässig. Dennoch verursacht Mitteilung Nr. 1 *Kosten*. So wird die Gesellschaft im Vergleich zu anderen Investoren beim Erwerb ihrer Aktien *benachteiligt*, da sie, falls sie den Aktienrückkauf bekanntgibt, nicht unbeschränkt eigene Aktien im Markt zurückkaufen kann. Beispielsweise kann die Gesellschaft einen (aus ihrer Perspektive) besonders günstigen Kurs an einem speziellen Handelstag durch Aktienrückkäufe nicht vollständig ausnutzen, da sie nur eigene Aktien im Umfang von 25 Prozent des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumens erwerben darf, nicht mehr. Diese Kosten werden letztlich von den Aktionären der Gesellschaft (als *residual risk bearers*) getragen²¹.

Weitere Kosten resultieren aus der *Beschränkung der Effizienz des Kapitalmarktes*. Hindernisse beim Börsenhandel führen nämlich dazu, dass der Kurs die Informationen über den Wert des Unternehmens weniger schnell reflektiert²². Die Beschränkung des Aktienrückkaufs in Mitteilung Nr. 1 macht dabei keine Ausnahme. Sie verzögert den Prozess der Verbreitung von Informationen im Markt. Die Gesellschaft, die unbeschränkt eigene Aktien zurückkaufen kann, lässt ihre Informationen über den Wert der Effekten schneller und effizienter in den Preis einfließen als

¹³ Mitteilung Nr. 1 der UEK: Rückkäufe von Beteiligungspapieren vom 28. März 2000; http://www.takeover.ch/intro_de.html.

¹⁴ Rapport (Fn. 2), S. 56, S. 74 ff.

¹⁵ Ziff. III 3.3 Mitteilung Nr. 1.

¹⁶ Ziff. III 3.4 Mitteilung Nr. 1.

¹⁷ Ziff. III 3.5 Mitteilung Nr. 1.

¹⁸ Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937, SR 311.0 (Stand vom 5. Dezember 2000).

¹⁹ Rapport (Fn. 2), S. 74 ff.

²⁰ Vgl. Rapport (Fn. 2), S. 92.

²¹ In erster Linie tragen Aktionäre das Risiko eines Unternehmensverlustes, weil sie bei Konkurs oder Liquidation der Gesellschaft als letzte Anspruchsgruppe befriedigt werden (vgl. Art. 219 SchKG und Art. 745 Abs. 1 OR). Aktionäre haben erst Anspruch auf Verteilung der erzielten Unternehmensgewinne, nachdem die Gläubiger- und Mitarbeiterforderungen erfüllt worden sind. Gläubigerforderungen sind typischerweise von der Leistung des Unternehmens unabhängig. Gewinne und Verluste treffen damit die Aktionäre; vgl. *Fama Eugene F./Jensen Michael C.*, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics* 26 (1983), S. 301 ff, S. 302.

²² *Fischel Daniel R./Ross David J.*, Should the Law Prohibit «Manipulations» In Financial Markets?, *Harvard Law Review* 105 (1991), S. 503 ff., S. 522.

diejenige, die hinsichtlich Zeitpunkt, Menge und offeriertem Preis regulatorisch eingeschränkt wird.

Als Beispiel für solche Kosten von Mitteilung Nr. 1 sei der Fall angeführt, in dem Aktionäre kurz nach Eröffnung des Handels Effekten zu CHF 100.– verkaufen. Nach Abschluss der Eröffnungsauktion beginnt die Gesellschaft mit dem Erwerb eigener Aktien, was vom Markt als Signal aufgefasst wird, dass die Effekten unterbewertet sind. Infolge der neuen Information über den Aktienrückkauf steigt der Kurs auf CHF 102.–. Die veräussernden Anleger hätten, wenn die Gesellschaft von Anfang eigene Aktien hätte zurückkaufen können, zum «richtigen» (d.h. die Informationslage korrekt widerspiegelnden) Preis von CHF 102.– verkauft.

Schliesslich entstehen den Investoren auch in Folge der *Einhaltung* und des Vollzugs von Mitteilung Nr. 1 Kosten (*enforcement costs*)²³. Die Ausarbeitung der erforderlichen Meldung an die Übernahmekommission und die Kontrolle des Aktienrückkaufs im Hinblick auf die Konformität mit Mitteilung Nr. 1 ist mit Aufwand, Opportunitätskosten und Auslagen verbunden. Als Beispiel seien die Kosten börsenrechtlicher Berater wie eines Anwalts oder eines Investment Bankers aufgeführt. Weitere Kosten entstehen durch die Arbeit der Übernahmekommission, die von den Anbietern und Zielgesellschaften finanziert wird²⁴. Auch diese Kosten werden letztlich von den Aktionären der Anbieter und der Zielgesellschaften getragen.

D. Fragestellung

Rechtfertigt die Gefahr der Kursbeeinflussung einen regulatorischen Eingriff wie denjenigen in Mitteilung Nr. 1 mitsamt den oben dargestellten Kosten? Ist Mitteilung Nr. 1 der Übernahmekommission mit hin *effizient*?

Ausgangspunkt zur Beantwortung dieser Fragen ist die Untersuchung des *Begriffs der Kursbeeinflussung* – kann Kursbeeinflussung definiert und damit erkannt werden (unten Ziff. II)? Anschliessend soll unter Beizug moderner Theorien zur Kursbildung geprüft werden, ob ein grosses Angebot bzw. eine grosse Nachfrage von Effekten überhaupt deren Börsenkurs *beeinflusst* und ob die Gesellschaft damit einen *Profit* erzielen kann (unten Ziff. III).

II. Definition der Kursbeeinflussung

A. Kurspflege und Kursbeeinflussung

In der rechtswissenschaftlichen Diskussion um die Zulässigkeit und Grenzen der Kursbeeinflussung werden üblicherweise die Begriffe der «*Kurspflege*», «*Kursstützung*», «*Kursbeeinflussung*» und «*Kursmanipulation*» verwendet²⁵. Dabei indiziert die «*Kurspflege*» – «*das blosses Glätten kleinerer Kursaus schläge*»²⁶ – die rechtliche Zulässigkeit²⁷, während die Begriffe «*Kursstützung*», «*Kursbeeinflussung*» und «*Kursmanipulation*» auf die Bedenklichkeit oder sogar Unzulässigkeit deuten²⁸. Zwischen den Begriffen bestehen dabei keine klaren Grenzen. Fest steht einzig, dass unter den Straftatbestand der Kursmanipulation nach Art. 161^{bis} StGB nur das Verbreiten irreführender Informationen («*informationsbasierte Kursmanipulation*») und fiktive Geschäfte («*aktionsbasierte Kursmanipulation*») fallen²⁹. Die «*handelsbasierte Kursmanipulation*», d.h. die Beeinflussung

²⁵ Vgl. den Überblick bei *Krämer Lutz Robert/Hess Gerhard*, Zulässigkeit und Grenzen der Kursstabilisierung bei Aktienplatzierungen, in: *Freundesgabe für Wulf H. Döser, Kübler Friedrich/Scherer Joachim/Treek Joachim* (Hrsg.), Baden-Baden 1999, S. 171 ff.; *Böckli Peter*, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl., Zürich 1996, N 427 ff.

²⁶ *Böckli* (Fn. 25), N 427.

²⁷ So ist nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung die Kurspflege bzw. -unterstützung zulässig; vgl. BGE 113 Ib 170, 173, E. 3.c.aa.: «*L'immobilisation en marge du marché public d'une partie des titres n'est pas, à elle seule, illicite selon le droit suisse, car il pouvait s'agir d'une opération ordinaire de soutien des cours.*»

²⁸ *Böckli* (Fn. 25), N 428 ff.; *Nobel Peter/Blair Michael/Schönholzer Thomas*, *virt-x: a real European Stock Exchange*, SZW 73 (2001), S. 217 ff., S. 233; *Hirsch Alain*, *Un droit du marché financier suisse*, Mélanges Robert Patry, Lausanne 1988, S. 85 ff., S. 88.

²⁹ Vgl. *Böckli* (Fn. 25), N 429a; zu den verschiedenen Arten der Kursmanipulation *Iffland* (Fn. 1), S. 100 ff.

²³ Zu den *enforcement costs* vgl. *Easterbrook Frank H./Fischel Daniel R.*, *Optimal Damages in Securities Cases*, *University of Chicago Law Review* 52 (1985), S. 611 ff.; *Posner Richard A.*, *Economic Analysis of Law*, 5. Aufl., New York 1998, S. 599 ff. («*administrative costs*»).

²⁴ Art. 23 Abs. 5 BEHG (Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel [Börsengesetz, BEHG] vom 24. März 1995, SR 954.1); Art. 62 UEV-UEK (Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote [Übernahmeverordnung-UEK, UEV-UEK] vom 21. Juli 1997, SR 954.195.1).

des Aktienkurses mittels echter Börsengeschäfte, fällt dagegen nicht unter den Straftatbestand³⁰.

B. Begriffsmerkmale

Was ist «Kursbeeinflussung»? *Iffland* versteht darunter Machenschaften, durch die Aktien zu einem Preis gehandelt werden, der *nicht* demjenigen entspricht, der bei *unbeeinflusster Preisbildung* bestehen würde, und den *Unternehmenswert nicht widerspiegelt*³¹. Auch nach Vorstellung des Bundesgerichts wird der Börsenkurs durch die Kursbeeinflussung auf eine *künstliche Höhe* getrieben³². Weiter geht auch die EBK davon aus, dass ein Marktteilnehmer den Kurs beeinflussen kann, indem er den Effektenhändler mit Transaktionen *«in wichtigen Phasen des Handels, kurz nach der Eröffnung oder kurz vor Handelschluss»* beauftragt³³. Dabei sind nach *Böckli* börsliche Aktienrückkäufe besonders gefährlich, weil die Gesellschaft eine kursstützende Nachfrage schafft, die bei Beendigung des Aktienrückkaufprogramms eine Baisse nach sich ziehen wird³⁴.

Als weiteres Begriffsmerkmal wird der Umstand aufgeführt, dass der Täter andere Anleger zum Kauf von Wertpapieren veranlassen wolle, während «normale» Investoren für sich kaufen würden³⁵.

Befriedigen diese Definitionen?

C. Beeinflussung der freien Preisbildung

Das erste Begriffsmerkmal (*Beeinflussung des durch Angebot und Nachfrage gebildeten Preises*)³⁶

hilft kaum weiter, weil der Begriff «Beeinflussung» nicht definiert ist. Kursmanipulation ist eine Beeinflussung des Kurses, aber ohne Definition des Begriffs «Kursmanipulation» oder «Beeinflussung» liegt ein nutzloser Zirkularschluss vor.

Zudem bestehen «Angebot» und «Nachfrage» aus allen Handelsgeschäften, die effektiv ausgeführt werden. Kursmanipulation mittels Aktienrückkäufen ist dabei keine Ausnahme. Auch ein Erwerb eigener Aktien ist *Teil der Nachfrage*. Das traditionelle Konzept der Kursbeeinflussung setzt damit voraus, dass gewisse Händler eine *legitime Nachfrage* schaffen, während andere (wie etwa die rückkaufende Gesellschaft) eine *illegitime Nachfrage* produzieren. Der Erklärungsansatz ist aber sinnlos, da es keine objektiv erkennbare Grenze zwischen legitimen und illegitimen Handelsgeschäften gibt³⁷.

Ausserdem ist fraglich, wieso gerade ein *Aktienrückkauf* ein illegitimes, Regulation verlangendes Handelsgeschäft ist. Wie vorne dargelegt, erfüllt ein Aktienrückkauf legitime Bedürfnisse. Namentlich wird dem Markt eine Unterbewertung der Aktien angezeigt³⁸. Aktienrückkäufe sind damit grundsätzlich begrüssenswert. *Böcklis* Auffassung, wonach ein Aktienrückkauf zuerst eine Hausse zur Folge hat und bei Beendigung zu einer Baisse führen kann und damit besonders gefährlich ist³⁹, gilt für jeden grösseren Kaufauftrag. Konsequenterweise müsste jedes grössere Handelsgeschäft mit antizipierter kursstützender Wirkung reguliert werden, was aber klarerweise den börslichen Handel unverhältnismässig beeinträchtigen würde.

D. Künstlicher Preis

Der zweite Definitionsversuch (*Verursachen eines künstlichen Preises*) ist insofern problematisch, als der Unterschied zwischen einem «echten» und einem «künstlichen» Börsenkurs *schwer feststellbar* ist. So kann nicht gefolgert werden, dass ein künstlicher Preis vorliegt, nur weil ein Investor beabsichtigt, mit dem Handel eine Preisänderung herbeizuführen.

Ein Handel mit dem Zweck, den Preis zu beeinflussen, ist nichts Aussergewöhnliches. Kauft eine Gesellschaft eigene Aktien zurück, signalisiert sie da-

³⁰ Vgl. *Nobel/Blair/Schönholzer* (Fn. 28), S. 233. Zu den Begriffen der «*informationsbasierten*», «*aktionsbasierten*» und «*handelsbasierten*» Kursmanipulation vgl. *Varnholt Burkhardt*, Kursmanipulation: eine Typologie aus finanzmarkttheoretischer Sicht, *Finanzmarkt und Portfolio Management* 7 (1993) Nr. 4, S. 459 ff., S. 459.

³¹ *Iffland* (Fn. 1), S. 51 ff.

³² Vgl. BGE 122 II 422, 427 E. 3.a.aa; nicht publiziertes Bundesgerichtsurteil, II. Öffentlichrechtliche Abteilung, vom 10. Juli 2001, 2A.162/2001/sch, E. 4.a; vgl. auch *Iffland* (Fn. 1), S. 126.

³³ Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 28. Oktober 1999 i.S. Bank A, EBK Bulletin 2000, Heft 40, S. 29 ff., S. 30.

³⁴ *Böckli* (Fn. 25), N 369.

³⁵ Ohne Begründung *Watter Rolf*, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, *SZW* 62 (1990), S. 193 ff., S. 194.

³⁶ Vgl. *Böckli* (Fn. 25), N 428, «*das bewusste Anheben des durch die vorherrschenden Kräfte von Angebot und Nachfrage bestimmten Kursniveaus*».

³⁷ Vgl. *Fischel/Ross* (Fn. 22), S. 507.

³⁸ Vorne Ziff. I. A.

³⁹ *Böckli* (Fn. 25), N 369 und N 428.

mit legitimerweise, dass das Unternehmen unterbewertet ist⁴⁰. Der Aktienrückkauf wird den Börsenkurs in die «korrekte» Richtung bewegen, zumindest nach Auffassung der Unternehmensleitung. Damit kann der angestrebte Börsenkurs nicht als «künstlich» qualifiziert werden.

Die Definition der verpönten Kursbeeinflussung als Handel, der den Börsenkurs auf eine «künstliche Ebene» bringt, hat eine weitere Schwäche. Sie beseitigt Anreize, Informationen über Unternehmen zu sammeln und diese durch den Effektenhandel auszunutzen. Investoren sind nicht verpflichtet, Informationen zu veröffentlichen, die ihren Anlageentscheidungen zugrunde liegen⁴¹. Eine Bekanntgabepflicht würde dazu führen, dass die Information infolge ihrer Verbreitung ihren Wert verliert⁴². Professionelle Investoren beteiligen sich am Marktgeschehen, weil sie sich durch das Ausnutzen (vermuteter) Informationsvorsprünge einen finanziellen Vorteil versprechen. Kein Investor nähme die Kosten der Informationsbeschaffung auf sich, wenn er sie dem Publikum mitteilen müsste. Eine andere Regel würde dazu führen, dass Effektenmärkten ihre Existenzgrundlage entzogen würde⁴³. Investoren muss deshalb erlaubt werden, Informationsvorsprünge für sich zu behalten und auszunutzen. Dazu gehört auch die Möglichkeit von Investoren, mit publik gemachten Handelsordern, die eigentlich gegen ihre Informationslage gerichtet sind, den Markt zu täuschen. Würde die Kursbeeinflussung als Verhalten definiert, das den Börsenkurs auf eine «künstliche» Höhe treibt, würde auch dieses legitime Verhalten erfasst.

E. Veranlassung Dritter zum Abschluss von Effekengeschäften

Das dritte Begriffsmerkmal (*Veranlassung Dritter zum Erwerb von Effekten*) stellt eine Verbesserung gegenüber den ersten beiden Definitionsversuchen dar, weil eine spezifische Verhaltensweise aufgeführt wird, von der abgeschreckt werden soll.

Das Problem mit diesem Definitionsversuch ist, dass er viel zu *breit formuliert* ist. Mit dieser Definition werden nämlich auch Transaktionen erfasst, die jede Partei besser stellen. Wenn A dem B ein Angebot zum Erwerb von Effekten macht, das B annimmt, veranlasst er ihn zum Erwerb der Effekten. Dies kann keine verpönte Kursbeeinflussung sein⁴⁴. Auch Gesellschaften, die ein Aktienrückkaufprogramm durchführen, können durchaus legitime Gründe dafür haben, Dritte zum Verkauf ihrer Aktien zu bewegen. Beispielsweise kann eine Gesellschaft Signale über den Wert der Effekten an Anleger senden wollen⁴⁵. Durch das Signalisieren mittels Aktienrückkäufen muss die Gesellschaft damit rechnen, dass Dritte zum Kauf oder Verkauf ihrer Aktien auch an weitere Investoren veranlasst werden. Dieses Signalisieren erfolgt aber in Verfolgung eines geschäftlichen Zwecks, womit eine Qualifikation als Kursbeeinflussung nicht angemessen ist.

F. Relevanz subjektiver Begriffsmerkmale

Es gibt somit keinen objektiv feststellbaren Tatbestand der Kursbeeinflussung durch Handelsgeschäfte, der von «normalen» Börsengeschäften abgegrenzt werden kann. Die einzige sinnvolle Definition knüpft an die *Absicht des Manipulierenden an*⁴⁶.

Eine verpönte Kursbeeinflussung, von der mittels gesetzlicher oder administrativer Regeln abgeschreckt werden soll, ist danach ein Börsengeschäft, (1) mit dem der Händler den Kurs in eine bestimmte Richtung bewegen will, und (2) der Investor nicht daran glaubt, dass sich der Kurs auch ohne sein Effekengeschäft in diese Richtung bewegen wird, und (3) der antizipierte Profit aus der Fähigkeit des Händlers resultiert, den Kurs zu beeinflussen, und nicht

⁴⁰ Posner Dirk, Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis, AG 1994, S. 312 ff., S. 313.

⁴¹ BGE 126 II 409 (solange kein Insiderhandel vorliegt); vgl. die Ausführungen im nicht publizierten Bundesgerichtsurteil, II. Öffentlichrechtliche Abteilung, vom 2. Februar 2000, 2A.230/1999/bol, E. 5.c.; Watter (Fn. 35), S. 205.

⁴² Fischel, Daniel R., Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers, Texas Law Review 57 (1978), S. 1 ff., S. 13 f.; Easterbrook Frank H./Fischel Daniel R., Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, Virginia Law Review 70 (1984), S. 669 ff., S. 683; Posner (Fn. 23), S. 487.

⁴³ Fischel/Ross (Fn. 22), S. 509.

⁴⁴ Fischel/Ross (Fn. 22), S. 507.

⁴⁵ Etwa mittels Aktienrückkäufen, Kapital- oder Dividendenpolitikveränderungen, vgl. Posner (Fn. 40), S. 313.

⁴⁶ Fischel/Ross (Fn. 22), S. 510; Iffland (Fn. 1), S. 94 und S. 127.

aus einem Informationsvorsprung gegenüber dem Markt⁴⁷. Handelt umgekehrt ein Investor in Effekten, um den Kurs dorthin zu bewegen, wo er sich nach Ansicht des Investors befinden sollte, liegt keine Kursbeeinflussung vor.

Mitteilung Nr. 1 geht demgegenüber davon aus, dass *jeder Aktienrückkauf* manipulative Wirkungen aufweisen kann, unabhängig von der subjektiven Komponente. Dies macht aber wenig Sinn, da Kursbeeinflussung einzig anhand der subjektiven Absicht des Händlers festgestellt werden kann. Zu Recht stellt demgegenüber Art. 161^{bis} StGB einzig die Kursbeeinflussung durch Verbreiten irreführender Informationen oder durch Scheingeschäfte (in denen Käufer und Verkäufer dieselbe Person ist; «wash sales») unter Strafe. Das «Hochschaukeln» des Kurses mittels effektiver Handelsgeschäfte ist nicht strafbar. Als Zwischenbilanz kann festgestellt werden, dass die Regelung der Übernahmekommission zu umfassend ist.

III. Wahrscheinlichkeit erfolgreicher Kursbeeinflussung

A. Übersicht

Ein zentraler Punkt bei der Beurteilung aufsichtsrechtlicher Eingriffe in den börslichen Handel ist die Analyse der *Wahrscheinlichkeit*, dass das unerwünschte Verhalten ohne dessen Regelung eintreten wird.

Gesellschaften, die eigene Aktien zurückkaufen, werden nur versuchen, den Börsenkurs zu beeinflussen, wenn dazu ein finanzieller Anreiz besteht. Profitable Kursbeeinflussung setzt zwei Elemente voraus:

- Erstens muss das Börsengeschäft den Preis der Effekte voraussehbar in die *gewünschte Richtung* bewegen (unten lit. B «Möglichkeit der Kursbeeinflussung»).
- Zweitens muss die den Kurs manipulierende Gesellschaft einen Profit erzielen können. Die Gesellschaft muss entweder imstande sein, die Effekten zu einem *höheren Preis* zu *veräußern* als ursprünglich gekauft. Oder die *Geschäftsführung*

der Gesellschaft muss ein finanzielles Motiv haben, beispielsweise den Anreiz, den Kurs zu steigern, um *kursbedingte Ansprüche* (wie etwa Boni oder Aktienbeteiligungen des Managements) entstehen zu lassen (unten lit. C «Profite aus der Kursbeeinflussung»).

B. Möglichkeit der Kursbeeinflussung

1. Einführung

Kann die Gesellschaft durch den Rückkauf eigener Aktien den Kurs beeinflussen? Diese Frage ist nachfolgend anhand der verschiedenen Theorien, wie der börsliche Preis gebildet wird, zu beantworten.

2. Kapitalmarkteffizienz

a) Anlegerschutz in effizienten Märkten

Investoren bezahlen für Aktien einen Preis, der dem *Net Present Value* (Gegenwartswert) der zukünftigen vom Unternehmen erzielten Nettoprofite entspricht⁴⁸. Zur Projektion der antizipierten Zahlungsströme stützen sich die Anleger auf «harte Informationen» (bekannte Tatsachen wie erzielte Ergebnisse oder gegenwärtige Marktanteile des Unternehmens) und «weiche Informationen» (Hinweise zur zukünftigen Entwicklung)⁴⁹. Die konstante Unternehmensbewertung aufgrund der neuesten Informationen durch Käufer und Verkäufer führt dazu, dass der Preis sich auf dem Stand einpendelt, der der jeweiligen Informationslage der Investoren entspricht (*Kapitalmarkteffizienz*). Praktisch jede empirische Untersuchung zur Kapitalmarkteffizienz liquider Aktienmärkte kommt zum Schluss, dass diese Märkte effizient sind: nicht-öffentliche Informationen werden nach ihrer Bekanntgabe sofort im Aktienpreis verarbeitet⁵⁰.

Welche Bedeutung hat die Kapitalmarkteffizienz für den einzelnen Investor? Professionelle Händler – wie etwa *market makers*, Arbitrageure, Handelsabteilungen von Banken, Manager von Anlage- und Pensionsfonds – verwalten riesige Summen, mit denen sie unterbewertete Effekten zu erwerben versuchen. Die Profis sind ständig auf der Suche nach «Schnäppchen». Die konstante Suche führt dazu, dass Informa-

⁴⁷ Fischel/Ross (Fn. 22), S. 510; Iffland (Fn. 1), S. 94: «Sauf lorsqu'il diffuse des informations trompeuses, ce n'est donc que d'un point de vue subjectif qu'un manipulateur se distingue d'un investisseur.»

⁴⁸ Ross/Westerfield/Jaffe (Fn. 7), S. 234.

⁴⁹ Gilson/Kraakman (Fn. 7), S. 562.

⁵⁰ Ausführliche Hinweise bei Ross/Westerfield/Jaffe (Fn. 7), S. 234; vgl. auch Gilson/Kraakman (Fn. 7), S. 565 ff.

tionsvorsprünge verschwinden, sobald der Preis adjustiert wird⁵¹. Erledigen die Profis ihre Aufgabe richtig, werden ihnen mehr Mittel zur Anlage überlassen. Im Endeffekt handeln hauptsächlich professionelle Anleger, die Erfahrung und Können bei der Bewertung von Effekten zeigten⁵². Der Preis einer Effekte wird damit in dem Sinne «richtig» sein, als er das kollektive Wissen der Profis über die Emittentin und deren Marktumfeld reflektiert.

Dementsprechend brauchen Amateur-Anleger (geschäftsunkundige Waisen und Grossmütter) nicht den Wirtschaftsteil der NZZ zu lesen, um einen rationalen Investitionsentscheid zu treffen⁵³. Die Profis haben bereits gestützt auf diese Informationen gehandelt und der Kurs reflektiert schon diese Informationen. Da im Kurs sämtliche Informationen inkorporiert sind, bezahlt kein Anleger zu viel für erworbene Effekten oder erhält zu wenig für verkaufte Effekten⁵⁴. Investoren, deren Handelsumfang das Sammeln von Informationen nicht rechtfertigt oder die nicht über die analytischen Fähigkeiten zur Bewertung von Effekten verfügen, können sich damit auf die professionellen Marktteilnehmer verlassen, die für die Preisbildung der Effekten verantwortlich sind⁵⁵. Ein effizienter Kapitalmarkt ist dementsprechend der beste Anlegerschutz.

Der Zweck des Börsenrechts sollte deshalb einzig und allein in der Schaffung eines *effizienten Kapitalmarktes* bestehen, nicht in paternalistischem Investorenschutz. In den Materialien zum BEHG, im BEHG selber und in der börsenrechtlichen Literatur werden zwar auch Begriffe wie «*Transparenz und Gleichbe-*

handlung für den Anleger»⁵⁶, «*Lauterkeit der Wertpapiere*»⁵⁷, «*Vertrauen in den Markt*» oder «*fairer Markt*»⁵⁸ als Zielvorstellungen genannt. Diese Begriffe können jedoch als andere Formulierungen des Ziels eines effizienten Marktes aufgefasst werden: Werden alle Informationen umgehend im Preis verarbeitet, sind Kapitalmärkte mithin effizient, schützt dies alle Anleger – auch die uninformierten⁵⁹. Damit wird Transparenz, Gleichbehandlung der Anleger und Vertrauen in den Markt gleichermaßen Rechnung getragen. Börsenrechtliche Regelungen, die die Effizienz der Kapitalmärkte beschränken, stehen umgekehrt nicht im Investoreninteresse und bedürfen einer besonderen Rechtfertigung.

b) Informationshypothese

Grundlage des Werts (d.h. des Börsenkurses) einer Effekte sind demgemäss die *Informationen*, auf die sich die Investoren beim Kauf/Verkauf der Effekten stützen. Kann angesichts dessen ein Handelsgeschäft einen Einfluss auf den Börsenkurs haben? – Ja. Ein grosses Handelsvolumen beeinflusst den Kurs, wenn das Handelsgeschäft anderen Investoren zusätzliche Informationen liefert (*information hypothesis*). Die Kauf- und Verkaufsaktivitäten der Marktteilnehmer enthüllen nämlich deren Informationsstand und der Preis wird sich auf der Höhe einpendeln, der die im Markt vorhandenen Informationen widerspiegelt⁶⁰. In dieser Hinsicht besteht ein *Zusammenhang zwischen Handelsaktivitäten und Börsenkurs*⁶¹.

Zahlreiche Studien unterstützen die *information hypothesis*. Ankündigungen von Kaufs- oder Verkaufsabsichten gewisser Anleger, von denen der Markt annimmt, sie seien informiert, haben Auswirkungen auf den Börsenkurs. Solche Anleger sind beispielsweise Investoren, von denen erwartet wird, dass sie später ein öffentliches Kaufangebot auf die

⁵¹ Easterbrook/Fischel (Fn. 23), S. 630.

⁵² Easterbrook Frank H./Fischel Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Massachusetts)/London 1998 (4. unveränderter Nachdruck des Originals von 1991), S. 18.

⁵³ Das Studium der Wirtschaftspresse wird zwar keinen Informationsvorsprung produzieren, kann aber zur Abschätzung des Risikos dienen.

⁵⁴ Diese Erkenntnis wird auch in der Rechtsprechung berücksichtigt. So ist nach BGE 119 III 344 der Selbsteintritt des Pfandgläubigers bei kotierten verpfändeten Aktien trotz Verbot des Verfallsvertrages (Art. 894 ZGB) zulässig. Ausserdem ist das Selbstkontrahieren zulässig, wenn die Benachteiligung des Vertretenen ausgeschlossen ist, was namentlich beim Handel kotierter Effekten zutrifft (BGE 89 II 323).

⁵⁵ Easterbrook Frank H./Fischel Daniel R., *Close Corporations and Agency Costs*, *Stanford Law Review* 38 (1986), S. 271 ff., S. 276.

⁵⁶ Art. 1 BEHG. Zur Gleichbehandlung der Anleger *Nobel Peter*, Von der Bankenaufsicht zur Börsenaufsicht, in: Zobl Dieter (Hrsg.), *Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts*, Zürich 1996, S. 9 ff., S. 19.

⁵⁷ *Watter Rolf*, in: Vogt/Watter (Hrsg.), *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht*, Basel/Genf/München 1999, N 9 zu Art. 1 BEHG.

⁵⁸ *Hofstetter Karl*, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, *SZW* 68 (1996), S. 222 ff., S. 224.

⁵⁹ Easterbrook/Fischel (Fn. 23), S. 613.

⁶⁰ *Gilson/Kraakman* (Fn. 7), S. 562.

⁶¹ *Fischel/Ross* (Fn. 22), S. 515; vgl. *Iffland* (Fn. 1), S. 187.

erworbenen Aktien unterbreiten, Emittenten bei Primäremissionen oder das Management börsenkotierter Unternehmen⁶². Auch die Ankündigung und die Durchführung eines signifikanten Aktienrückkaufs ist angesichts der Signalwirkungen eine kursrelevante Information.

c) Mitteilung Nr. 1

Es könnte argumentiert werden, dass Mitteilung Nr. 1 zu Recht Aktienrückkäufe speziellen Anforderungen unterwirft, weil andere Investoren erwarten, dass die Geschäftsleitung der Gesellschaft über besondere Informationen verfügt, so dass die Emittentin nicht-informierte Investoren zum (ungerechtfertigten) Erwerb der Effekten und zum Offerieren eines höheren Preises verleiten wird. Die Beschränkung von Aktienrückkäufen hinsichtlich Volumen und Zeitpunkt ist aber ein untaugliches Instrument zur Verhinderung der Anlegerübertreibung. Erstens werden zum Kauf entschlossene Investoren trotz Mitteilung Nr. 1 deren Effekten im börslichen Handel erwerben, höchstens vielleicht ein bisschen später. Zweitens steht es der Gesellschaft frei, durch individuell ausgehandelte Geschäfte in ihren Effekten zu handeln, ohne dass Mitteilung Nr. 1 anwendbar ist.

3. Hypothese austauschbarer Effekten

a) Preiselastizität

Eine Veränderung der Börsenkurse infolge des Effektenhandels hängt von der Preiselastizität der Effekten ab. Wenn Angebot (oder Nachfrage) vollkommen elastisch ist, wird eine Erhöhung des Angebots (oder der Nachfrage) den Preis nicht beeinflussen⁶³.

Die Portfolio-Theorie liefert überzeugende Argumente, dass Angebot und Nachfrage von Effekten vollkommen elastisch sind⁶⁴. Anleger erwerben Ef-

fekten, um eine Reihe antizipierter Geldflüsse zu erhalten, die zukünftigen Konsum oder Investitionen finanzieren sollen. Zu diesem Zweck können die Anleger aus einer beinahe unerschöpflichen Kombination von Effekten sich den für sie optimalen Mix von Risiko und Ertrag zusammenstellen. Es ist möglich, Effekten so zu kombinieren, dass sie das gleiche Risiko- und Ertragsprofil wie ein einzelner (anderer) Titel haben⁶⁵. Effekten sind damit *austauschbar*. Durch die richtige Mischung von Effekten kann ein Portfolio mit gleichem Risiko und Variabilität wie ein einzelner anderer Titel (aus der gleichen oder einer anderen Branche) hergestellt werden (*substitution hypothesis*)⁶⁶. Texaco-Aktien (mit einem Beta von 0.44) im Wert von CHF 10 000.– haben beispielsweise das gleiche Risiko/Ertrags-Profil wie eine Kombination von (riskanteren) Amazon-Aktien (mit Beta von 3.45) im Wert von CHF 1275.– und (risikolosen) Bundesobligationen im Wert von CHF 8725.–⁶⁷.

Die Verfügbarkeit austauschbarer Effekten bedeutet, dass eine Effekte *keinen Preisabschlag oder -aufschlag* gegenüber Effekten mit gleichem Ertrags- und

samtmarktes. Ein hohes Beta ist eine volatile, risikoreiche Anlage und umgekehrt. Nach dem CAPM bedeutet eine risikofreie Investition (beispielsweise in eine festverzinsliche Anleihe eines tadellosen Schuldners wie etwa eines Staates mit gesunder Wirtschaft; *treasury bill*) ein Beta von Null und eine Investition in alle Aktien eines Marktes (das Portfolio eines Marktes) ein Beta von Eins (durchschnittliches Marktrisiko; *Brealey/Myers*, S. 180). Eine Aktie mit einem Beta von 2 ist damit doppelt so riskant wie eine Investition in den Marktindex. Nach dem CAPM ist in einem kompetitiven und transparenten Markt die Risikoprämie direkt proportional zum Beta (*Cheffins*, S. 59; *Brealey/Meyers*, S. 180). Dies bedeutet, dass sich jede Investition auf der steigenden Linie bewegt, welche das Verhältnis von Risiko und Ertrag zwischen *treasury bills* und das Portfolio eines Marktes verbindet (*capital market line*). Der Anleger kann dabei eine Effekte mit einem bestimmten Beta (beispielsweise Titel A mit Beta 0.9) durch eine Mischung von riskanteren Effekten mit risikofreien Staatsanleihen (etwa Bundesobligationen) kopieren (beispielsweise durch eine Kombination von 50% Effekten B mit Beta 1.8 und 50% Bundesobligationen mit Beta 0). Damit ist ein einzelner Titel austauschbar, Nachfrage und Angebot perfekt elastisch.

⁶² *Merton Robert C.*, An Intertemporal Capital Asset Pricing Model, *Econometrica* 41 (1973), S. 867 ff.

⁶³ *Scholes Myron S.*, The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and Effects of Information on Share Prices, *Journal of Business* 45 (1972), S. 179 ff., S. 181.

⁶⁴ Vgl. *Runkle George*, Beta, Risk ... and Portfolio Management, oh my! <http://foolwest.fool.com/driport/1999/driport990712.htm>.

⁶² *Holderness Clifford G./Sheehan Dennis P.*, Raiders or Savivors? The Evidence on Six Controversial Investors, *Journal of Financial Economics* 14 (1985), S. 555 ff., S. 577.

⁶³ *Posner* (Fn. 23), S. 4 ff.

⁶⁴ Die Portfolio-Theorie geht davon aus, dass das Risiko, ob ein Unternehmen einen bestimmten Ertrag innerhalb eines Prognosehorizonts erzielen wird, anhand der in der Vergangenheit erzielten Erträge bestimmt werden kann, indem die Standardabweichung der Erträge berechnet wird (*Capital Asset Pricing Model* [CAPM]; *Cheffins Brian R.*, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford 1997, S. 59; *Brealey Richard A./Myers Stewart C.*, *Principles of Corporate Finance*, 5. Aufl., New York 1996, S. 180). Die daraus resultierende Zahl, *Beta*, zeigt die Variabilität des Ertrags, d.h. das *Risiko* einer Investition, mit der Grösse der Abweichung von der Variabilität des Ge-

Risikoprofil aufweist. Denn wenn eine Aktie angesichts des antizipierten Risikos und Profits «zu teuer» wäre, würden Arbitrageure den Preisunterschied mittels Verkauf der Aktie und gleichzeitigem Kauf einer Kombination anderer Titel mit gleichem Risiko und Profit sofort ausnutzen. Das Hochtreiben des Kurses von Texaco-Aktien zieht damit Investoren wie ein Magnet an, die Texaco verkaufen und Amazon (oder eine andere Aktie) plus Bundesobligationen kaufen.

Die Austauschbarkeit von Effekten hat weiter zur Folge, dass der Börsenpreis durch die Zahl der Handelsgeschäfte nicht beeinflusst werden sollte. Würde nämlich der Preis einzig durch das gesteigerte Handelsvolumen steigen, könnten Investoren durch den Verkauf dieser Effekten und gleichzeitigem Ersatz durch andere Effekten mit gleichem Risiko- und Ertragsprofil einen Arbitrageprofit erzielen⁶⁸.

Überzeugende empirische Belege unterstützen die *substitution hypothesis*. So werden Millionen von Effekten jeden Tag gehandelt, ohne dass deren Preis gross ändert. Preisänderungen entstehen erst mit der Verbreitung neuer Informationen. Ausserdem zeigen empirische Untersuchungen, dass ein erhebliches Angebot von Effekten in Primär- und Sekundäremissionen nicht per se den Börsenkurs dieser Effekten beeinflusst⁶⁹. Schliesslich werden auch die meisten ausserbörslichen Geschäfte über grössere Handelsvolumen, *block trades*, in den USA und in der Schweiz zu Börsenkursen abgeschlossen⁷⁰. Dies indiziert ebenfalls, dass keine direkte Beziehung zwischen Handelsvolumen und Preis existiert. Würden die Parteien nämlich annehmen, dass der *block trade* den Börsenkurs beeinflusst (zum Beispiel steigen lässt), würde sich eine Partei (im Beispiel die Verkäuferin) mit dem gegenwärtigen Marktpreis nicht zufriedengeben und eine Prämie verlangen.

Schliesslich belegen auch Einzelereignisse, wie etwa ein unerwartetes Überangebot von Effekten mit nicht-marktkonformen Preisen, die *substitution hypothesis*. Ein Beispiel dafür ist die Falscheingabe eines Verkaufsauftrages am 30. November 2001 der UBS Warburg an der Börse in Tokyo⁷¹. Die Aktien von Dentsu, der weltweit viertgrössten Werbeagentur, wurden an diesem Tag an der Börse kotiert. Der IPO-Preis lag bei 420 000 Yen⁷². Ein UBS-Händler wollte einen Verkaufsauftrag über 16 Dentsu-Aktien zu 610 000 Yen (rund CHF 8) im System speichern, bevor der Börsenhandel um 9.00 Uhr morgens eröffnet wurde. Anstatt dieser Daten gab der Händler einen Verkaufsauftrag über 610 000 Dentsu-Aktien zu 16 Yen in seinen Computer ein. Der Auftrag wurde mit sofortigem Handel quittiert. Um 9.02 Uhr wurde der Auftrag widerrufen. UBS hatte zu diesem Zeitpunkt jedoch bereits 64 915 Aktien zum Preis von 16 Yen verkauft. Der Börsenkurs fiel von 420 000 Yen auf 405 000 Yen⁷³. Nach Wiederaufnahme des Handels stieg der Kurs sogleich. Die Dentsu-Aktie schloss an ihrem ersten Handelstag trotz dem Vorfall bei 470 000 Yen⁷⁴. Dieses aussergewöhnliche Ereignis dokumentiert eindrücklich, dass ein grosser Verkaufsauftrag mit einem Preis unter dem bisherigen Börsenkurs zwar zu einem sofortigen Preisrückgang führt – aber nur kurzfristig. Sofortige Käufe brachten den Kurs nach Wiederaufnahme des Handels der Dentsu-Aktien wieder auf den IPO-Preis. Weiter erreichten die Aktien nicht den Boden von 16 Yen, da der Markt die Dentsu-Aktien aufgrund der im Publikum vorhandenen Informationen höher bewertete. Dies belegt die Kapitalmarkteffizienz.

⁶⁸ Scholes (Fn. 66), S. 181 ff.; Fischel/Ross (Fn. 22), S. 514.

⁶⁹ Hess Alan C./Frost Peter A., Tests for Pricing Effects of New Issues of Seasoned Securities, *Journal of Finance* 37 (1982), S. 11 ff., S. 24; Kolodny Richard/Suhler Diane R., Changes in Capital Structure, New Equity Issues, and Scale Effects, *Journal of Finances and Reserves* 1989, S. 127 ff., S. 135; Asquith Paul/Mullins David W. Jr., Equity Issues and Offering Dilution, *Journal of Financial Economics* 14 (1985), S. 61 ff., 71 ff.

⁷⁰ Holthausen Robert E./Leftwich Richard W./Mayers David, The Effect of Large Bloc Transactions on Security Prices: A Cross-Sectional Analysis, *Journal of Financial Economics* 19 (1987), S. 237 ff., S. 245 f.

⁷¹ UBS Warburg Stands to Lose Reputation Along With Millions After Dentsu Fiasco, *The Wall Street Journal* vom 3. Dezember 2001 A3. Besonders pikant ist, dass der Verkaufsauftrag am Tag des IPO's von Dentsu erfolgte. UBS Warburg war eine der federführenden Investmentbanken. Dentsu bereitete den IPO vier Jahre lang vor und der IPO fand am 100. Jahrestag von Dentsu statt. Lakonisch kommentierte ein Investmentbanker, der am IPO mitgearbeitet hatte, den Vorfall: «*They waited 100 years to go public, and then this happens.*»

⁷² Vorbörslich wurde eine Dentsu-Aktie zu 470 000 Yen gehandelt.

⁷³ So auch die CNN-Meldung auf <http://asia.cnn.com/2001/BUSINESS/asia/11/29/japan.dentsu.biz>.

⁷⁴ UBS Warburg Says It's Got Shares Needed to Settle Dentsu Order, Bloomberg-Meldung vom 2. Dezember 2001.

b) Aktienrückkäufe

Nach der *substitution hypothesis* wird das blosse Handelsvolumen eines Aktienrückkaufs den Börsenkurs nicht beeinflussen. Zwar anerkennt auch die *substitution hypothesis*, dass der Kurs kurzfristig mit Kaufaufträgen, deren offerierter Preis über dem Marktpreis liegt, in die Höhe getrieben werden kann. Dies hat aber keinen nachhaltigen Effekt. Der (nicht durch neue Informationen über das Unternehmen gerechtfertigte) Preisanstieg wird nämlich in einem effizienten, liquiden Markt Arbitrageure einladen, den «künstlich» in die Höhe getriebenen Kurs durch Verkauf der Aktien (bzw. durch *short sales*) und gleichzeitigen Ersatz durch ein hinsichtlich Risiko und Ertrag gleiches Portfolio von Aktien auszunutzen. Dies wird den Preisanstieg beseitigen. Die Beschränkung von Aktienrückkäufen hinsichtlich Zeitpunkt, Volumen und Preis ist, zumindest in einem effizienten Kapitalmarkt, angesichts der *substitution hypothesis* überflüssig.

4. Liquiditätshypothese

Der börsliche Handel kann auch aufgrund von Liquiditätskosten zu Kursänderungen führen. Will etwa ein Investor eine grössere Menge von Effekten erwerben, wird er unter Umständen keine Verkäuferin finden, da im gewünschten Zeitpunkt niemand bereit ist, ihre Effekten zum Marktpreis zu veräussern. Um andere Anleger zum Verkauf ihrer Beteiligung zu bewegen, wird der potentielle Käufer (bzw. der potentielle Verkäufer) eine Prämie bezahlen (bzw. einen Preisabschlag in Kauf nehmen) müssen. Die Prämie bzw. der Preisabschlag entschädigt die Gegenseite für die Kosten, dass sie eine *short* (bzw. *long*) *position* einnehmen muss, bis ein anderer Anleger bereit ist, ihr Effekten zu verkaufen bzw. zu kaufen (*liquidity hypothesis*)⁷⁵.

Die Differenz zwischen Kaufs- und Verkaufskursen, der sogenannte *spread*, kann nach amerikanischer *corporate finance*-Literatur zu vorübergehenden Preisschwankungen führen⁷⁶. Hat beispielsweise eine Effekte einen festen Kaufkurs von CHF 9.– und einen Verkaufskurs von CHF 10.–, soll ein zuletzt ausgeführter Verkauf zu CHF 9.– und ein anschlies-

sender Kauf zu CHF 10.– den Preis steigen lassen⁷⁷. Temporäre Kursschwankungen sollen durch eine Reihe von Kaufaufträgen, die zu Preissteigerungen führen sollen, und Verkaufsaufträgen, die Preisreduktionen zur Folge haben sollen, entstehen⁷⁸. Nach der *liquidity hypothesis* sollte es somit möglich sein, den Kurs mittels einer Reihe von Handelsgeschäften in die gewünschte Richtung zu treiben, allerdings nur kurzfristig.

5. Preisdruckhypothese

Schliesslich soll nach der *price pressure hypothesis* der Effektenhandel einen Einfluss auf den Preis haben, wenn das Angebot von Effekten oder die Nachfrage für Effekten nicht vollkommen elastisch ist⁷⁹. Nach dieser These haben Effekten *spezifische Charakteristiken*, die eine perfekte Substitution durch andere Effekten verunmöglichen. Beispielsweise sind die Namenaktien von UBS im Index SMI enthalten, die Aktien von Vontobel dagegen nicht. Ein Indexfonds, der den SMI nachzeichnet, wird UBS-Aktien nicht mit Vontobel-Aktien ersetzen können. Veränderungen des Angebots oder der Nachfrage hinsichtlich der Index-Aktie sollen deshalb zu steigenden oder fallenden Kursen führen⁸⁰.

Für die Stichhaltigkeit der *price pressure hypothesis* spricht, dass nach der Entfernung von Effekten aus einem Marktindex der gewichtete Börsenkurs dieser Effekten in abnormaler Weise sinkt und der Börsenkurs neu in den Index aufgenommener Effekten abnormal steigt⁸¹. Weil gewisse Investoren indexorientierte Investitionsanlagen tätigen, hat die Entfernung bzw. die Aufnahme neuer Titel in einen Index Auswirkungen auf die Nachfrage. Eine Erklärung der Preisveränderung ist, dass (im Falle der Entfernung) die verringerte Nachfrage und (im Falle der Neuaufnahme) die erhöhte Nachfrage zu Kursveränderungen führt.

⁷⁷ Fischel/Ross (Fn. 22), S. 516.

⁷⁸ Fischel/Ross (Fn. 22), S. 516.

⁷⁹ Lamoureux Christopher G./Wansley James W., Market Effects of Changes in the Standard and Poor's 500 Index, Financial Review 22 (1987), S. 53 ff., S. 55.

⁸⁰ Lamoureux/Wansley (Fn. 79), S. 68. Ohne auf die verschiedenen Preisbildungstheorien einzugehen: Rapport de Commission des OPA sur les rachats de titres de participation du 6 octobre 1999, EBK Bulletin 2000, Heft 39, S. 43 ff., S. 74.

⁸¹ Empirische Belege bei Lamoureux/Wansley (Fn. 79), S. 68.

⁷⁵ Pettway Richard H./Radcliffe Robert C., Impact of New Equity Sales upon Electric Utility Share Prices, Financial Megametrics 14 (1985), S. 16 ff., S. 16.

⁷⁶ Fischel/Ross (Fn. 22), S. 516.

C. Profite aus der Kursbeeinflussung

1. Verkauf der Effekten

Gesellschaften werden nur versuchen, mittels Aktienrückkäufen den Kurs zu steigern, wenn sie sich daraus einen Profit versprechen. Der «klassische» Fall der Profiterzielung besteht darin, die Aktien zum «künstlich» in die Höhe getriebenen Preis zu verkaufen.

Die den Kurs manipulierende Gesellschaft müsste so *informiert* erscheinen, dass Dritte den Rückkauf der Titel kopieren. Ansonsten wird der Kurs nicht erheblich steigen. Soll die Kursbeeinflussung zu Profiten führen, muss der Kurs jedoch auch nach Beendigung der Käufe *steigen* oder zumindest *nicht fallen*, sobald die Gesellschaft ihre Aktien zu verkaufen beginnt⁸².

Die *Verhinderung sinkender Börsenkurse* bei Verkauf der Effekten ist das Hauptproblem für jeden, der einen Profit aus seiner «Kursmanipulation» zu erzielen sucht. Gelingt es dem Manipulierenden, den Markt davon zu überzeugen, dass er im Zeitpunkt seiner Käufe einen Informationsvorsprung hat, muss er das Gegenteil im Zeitpunkt seiner Verkäufe erreichen. Wenn der Manipulierende seine Effekten verkauft, muss der Markt davon überzeugt werden, dass er keinen Informationsvorsprung hat. Ansonsten würde der Markt sein Verhalten kopieren und er könnte keinen Profit erzielen. Es ist schwer vorstellbar, wie ein solch widersprüchliches Resultat erzielt werden kann⁸³.

Hinzu kommt, dass *Transaktionskosten* einen Manipulierenden (namentlich die Gesellschaft, welche eigene Aktien zurückkauft) davon abschrecken, in grossem Umfang Effekten einzig mit der Absicht der Kursbeeinflussung zu handeln. Stets hat der Manipulierende die Hürde der Transaktionskosten in Höhe von 1 bis 2 Prozent des Handelsvolumens zu überwinden, bis er überhaupt in die Profitzone gelangt.

2. Vertragliche Ansprüche

Die Geschäftsführung der Gesellschaft, welche eigene Aktien zurückkauft, kann auch auf andere Weise einen Profit erzielen als mit dem Verkauf der Effekten nach dem Hochtreiben des Kurses.

Vorstellbar ist etwa, dass die Geschäftsführung den Preis einzig hochtreiben will, um einen Anspruch auf vereinbarte *Leistungen* (wie Aktienzuteilungen oder Boni⁸⁴) zu erhalten oder Transaktionen (wie etwa eine Fusion) zustande zu bringen, die von einem bestimmten *Börsenkurs abhängig* sind. Es könnte argumentiert werden, dass auf vertragliche Leistungen abzielende Kursbeeinflussung mittels Aktienrückkäufen wahrscheinlicher ist, weil die Geschäftsführung sich nicht darum kümmern muss, dass die Aktien später wieder gewinnbringend verkauft werden, sondern einzig das Entstehen der vertraglichen Ansprüche im Auge hat⁸⁵.

Dem ist entgegenzuhalten, dass es nicht Sache der Börsenaufsichtsbehörden ist, diese Vertragsprobleme zu beseitigen:

- Erstens werden durch diese Aktienrückkäufe *keine Investoren geschädigt*, solange die Informationslage die bezahlten Preise rechtfertigt. Wie vorn gezeigt wurde, können selbst massive Aktienrückkäufe den Kurs nicht über längere Zeit steigern oder auf einem Preis halten, welcher die im Markt verbreiteten Informationen über die Emittentin nicht widerspiegelt. Ansonsten würden Arbitragegeschäfte den «künstlich hohen» Preis auf die Ebene bringen, die durch die im Markt enthaltenen Informationen gerechtfertigt wird. Damit ist die Gefährdung von Anlegerinteressen kein zentrales Thema.
- Zweitens – und wichtiger – ist die *Gesellschaft*, vertreten durch den Verwaltungsrat, *besser in der Lage*, dieses vertraglich begründete Risiko zu begrenzen. Die Aktienbeteiligungs- bzw. Bonusverträge können nämlich einfach und ohne grosse Transaktionskosten so formuliert werden, dass anstelle des Schlusskurses an einem bestimmten Börsentag der durchschnittliche Schlusskurs eines bestimmten *Zeitraums*, beispielsweise über 30 Börsentage hinweg, als Anspruchsgrundlage gilt. Die Manipulation des Kurses über einen längeren Zeitraum ist infolge der dargestellten Arbitragegeschäfte praktisch nicht möglich⁸⁶.

⁸⁴ Vgl. *Wilhelm Christophe/Bersier Eric*, Aspects juridiques des plans d'intéressement, ST 11/2001, S. 1075 ff.

⁸⁵ E-Mail von *Jacques Iffland*, ehemaliger Rechtskonsulent der Übernahmekommission, vom 14. Dezember 2001 an den erstgenannten Verfasser.

⁸⁶ *Fischel/Ross* (Fn. 22), S. 525.

⁸² *Fischel/Ross* (Fn. 22), S. 513.

⁸³ Gleich *Fischel/Ross* (Fn. 22), S. 513.

Der Verwaltungsrat hat dabei einen genügenden Anreiz, im Interesse der Investoren einen Zeitraum zu vereinbaren. Potentielle und aktuelle Verwaltungsratsmitglieder stehen in Konkurrenz um Verwaltungsratspositionen, sowohl zwecks Erhaltung ihrer bestehenden Position als auch im Hinblick auf neue Positionen in grösseren Gesellschaften mit mehr Reputation («Markt für Verwaltungsräte»)⁸⁷. Daher werden sie tendenziell versuchen, ihre Arbeit möglichst effizient zu erledigen. Zudem gewinnen sie nichts, wenn sie (im Interesse der Manager) einen Zeitpunkt für das Entstehen kursbedingter Ansprüche mit den Managern vereinbaren.

- Drittens ist auch das *Kosten-Nutzen-Verhältnis* in Betracht zu ziehen. Die Gesellschaft trägt keine Kosten, wenn sie ihre Kompensationsvereinbarungen mit den Managern so abfasst, dass ein Zeitraum (anstatt eines Zeitpunktes) als Bemessungsgrundlage für Unternehmensleistungen gilt. Der Nutzen – das Verhindern des Erschliessens dieser Leistungen – fällt dagegen ausschliesslich ihr zu. Die Kosten von Mitteilung Nr. 1 – die eingeschränkte Kapitalmarkteffizienz – wird dagegen von der Gesamtheit der aktuellen und potentiellen Investoren getragen. Es herrscht damit eine Asymmetrie zwischen denjenigen, die einen Nutzen aus Mitteilung Nr. 1 ziehen, und denjenigen, die die Kosten tragen. Das Trittbrettfahren sollte aber nicht gefördert werden, weil es falsche Anreize setzt.

Zudem resultiert aus Mitteilung Nr. 1 ein Ungleichgewicht zwischen Nutzen und Ertrag: Gleich wie das Aktien- oder Börsenrecht nicht regeln soll, wie lange Manager zu Mittag essen dürfen – der angestrebte Nutzen (die angeblich grössere Profitabilität) würde die Kosten (Kontroll- und Vollzugskosten; reduzierter Anreiz, als Manager tätig zu sein) nicht rechtfertigen –, sollte die Kapitalmarkteffizienz (das primäre Ziel eines effizienten Börsenrechts) nicht wegen dieser Vertragsprobleme regulatorisch beschränkt werden.

IV. Schlussfolgerungen

Es ist nicht möglich, «Kursbeeinflussung» anhand objektiver feststellbarer Verhaltensweisen zu definieren oder zu erkennen. Kursbeeinflussung mittels effektiv ausgeführter Handelsgeschäfte (im Gegensatz zum Ausnutzen von Börsenkursen, die durch betrügerische Falschmeldungen bewegt wurden) ist ein *Börsengeschäft wie jedes andere auch*. Ein Aktienrückkauf weist in dieser Hinsicht keine – im Vergleich zu Handelsgeschäften durch andere Investoren – besondere Gefahr der Kursbeeinflussung auf. Die Schwierigkeit, Kursbeeinflussungen zu identifizieren, macht es unwahrscheinlich, dass von Börsenaufsichtsbehörden auferlegte Handelsbeschränkungen effizient sind.

Kann der Börsenkurs durch den Effektenhandel bzw. durch Aktienrückkäufe beeinflusst werden? Einzig die *price pressure hypothesis* legt nahe, dass Käufe oder Verkäufe den Kurs über einen gewissen Zeitraum bewegen. Die Möglichkeit, mittels Ersatz der Effekten, deren Preis «künstlich» verändert wurde, einen Arbitrageprofit zu erzielen, setzt der Preisveränderung aber enge zeitliche und finanzielle Grenzen.

Zudem müsste die manipulierende Gesellschaft Dritte davon überzeugen, dass sie über einen Informationsvorsprung verfügt. Diese Strategie hätte jedoch zur Konsequenz, dass der Kurs mit dem Aktienrückkauf steigt; sobald die Gesellschaft aber mit dem Verkauf der Aktien beginnt, fällt. Ein gewinnbringender Verkauf der Effekten wird dadurch verunmöglicht. Die Gesellschaft hat damit keine profitable exit-Möglichkeit.

Zusammenfassend sind damit Fragezeichen hinter der Möglichkeit erfolgreicher Kursbeeinflussung anzubringen, sei es durch den Handel von Investoren oder sei es durch Aktienrückkäufe. Der Markt sorgt von selber dafür, dass die Chancen gering sind, aus der Kursbeeinflussung einen Profit zu ziehen. Einzig kurzfristig kann der Börsenkurs, vor allem in einem wenig effizienten Markt, durch den Erwerb eigener Aktien beeinflusst werden. Nutzen und Kosten von Mitteilung Nr. 1 sind unter diesen Umständen von der Effizienz des Marktes abhängig, in dem die Aktien gehandelt werden. In einem wenig liquiden Markt, in dem kaum professionelle Händler den Preis überwachen und mittels Arbitragegeschäften den «zu hohen» Preis auf die «richtige», d.h. die Informationslage korrekt widerspiegelnde, Ebene bringen, nützt Mitteilung Nr. 1 mehr als in einem effizienten Markt – und umgekehrt.

⁸⁷ Posner Richard A., *Law and the Theory of Finance: Some Intersections*, George Washington Law Review 1986, S. 159 ff., S. 163; Easterbrook/Fischel (Fn. 52), S. 95; Levmore Saul, *Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings*, Yale Law Journal 92 (1982), S. 49 ff., S. 60.