



Vorlesung Aktienrecht

FS 2011

Fallbeispiel 10: Versuchte Übernahme der Implenia AG

Donnerstag, 12. Mai 2011

Sachverhalt

Implenia AG („Implenia“ oder „Zielgesellschaft“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Dietlikon. Implenia hat drei separate Geschäftsbereiche: Real Estate, Bau und Global Solutions. Der Geschäftsbereich Real Estate deckt alle Bereiche des Immobilienzyklus von der Promotion bis zur technischen Bewirtschaftung, die vor und nach dem Bau liegen, ab. Der Geschäftsbereich Bauproduktion umfasst Strassen- und Tiefbauprojekte, Infrastrukturanlagen im Ingenieurtiefbau, im Untertagebau (Tunnelbau) und im Spezialtiefbau sowie Hochbauprojekte (Neu- und Umbauten) und Bahntechnikprojekte. In der Division Implenia Global Solutions werden das gesamte Know-how und die Leistungen gebündelt und gezielt auf internationalen Märkten angeboten. Die Implenia-Aktien sind am Main Standard der SIX Swiss Exchange (SIX) kotiert.

Laxey Partners Ltd. ist ein global aktiver Investor mit Sitz in Douglas auf der Isle of Man (eine Insel vor der Küste Grossbritanniens) und verwaltet diverse, in verschiedene Rechtsformen gekleidete Investment-Vehikel. Diese sind in den USA, Grossbritannien, auf den British Virgin Islands, den Cayman Islands, Malta und der Isle of Man domiliziert. Laxey Partners Ltd. wird je zur Hälfte von den Briten Colin Kingsnorth und Andrew Pegge kontrolliert (alle zusammen nachfolgend „Laxey“).

Laxey hatte bereits in früheren Jahren in schweizerische Gesellschaften investiert. Im April 2007 trat sie aber dennoch ziemlich überraschend auf dem schweizerischen Kapitalmarkt auf. Innerhalb von wenigen Börsentagen meldete sie einen Beteiligungserwerb von rund 23% an der Implenia AG. Aufgrund des



sehr schnell erfolgten Beteiligungsaufbaus schöpfte die Zielgesellschaft Verdacht: Sie vermutete, dass Laxey die Beteiligung nicht innerhalb weniger Tage über die Börse erworben, sondern die Aktien bereits früher unter ihre Kontrolle gebracht hatte.

Tatsächlich hatte Laxey im Dezember 2006 rund 4.4% Aktien der Implenla AG erworben. Gemäss der damaligen tiefsten börsenrechtlichen Meldeschwelle von 5% war Laxey somit aber nicht zur Offenlegung der Beteiligung gezwungen. Bis im April 2007 kaufte Laxey sodann keine weiteren Aktien. Wie aber sollte sie dann im April innert weniger Tage Aktienpakete im Umfang von rund 19% erwerben können?

Ebenfalls im Dezember 2006 hatte Laxey begonnen, sogenannte contracts for difference („CFD“) mit mehreren Banken abzuschliessen. Technisch gesehen vereinbarten Laxey und die Banken – ausgehend vom Börsenwert der Implenla-Aktien im Zeitpunkt des Vertragsschlusses – zu einem späteren Zeitpunkt sich gegenseitig die Kursdifferenz der Implenla-Aktien auszugleichen. Sollte der Börsenwert der Aktien zwischenzeitlich steigen, hätte die Bank an Laxey die Differenz zu zahlen. Im umgekehrten Fall des sinkenden Börsenkurses hingegen müsste Laxey der Bank die Differenz bezahlen. Da die Banken die Risiken solcher Geschäfte nicht tragen wollen, sondern lediglich an der dadurch verdienten Geschäftsgebühr interessiert sind, ist es üblich, dass die Banken zur Absicherung der Kursrisiken die jeweiligen Referenzwerte solcher Verträge kaufen und während der Vertragsdauer halten. Denn so sind sie in der Lage, allfällige Verpflichtungen aus den CFD aufgrund der Wertsteigerungen der Aktien gerade durch die Wertsteigerung der Aktien auszugleichen.

Das rein finanzielle Interesse an solchen Derivaten kann bei gewissen Investoren tatsächlich bestehen. In diesem Fall aber hatten die Derivatgeschäfte einen anderen Hintergrund. Durch die CFD nämlich waren nun gewisse Implenla-Aktienpakete bei Banken blockiert. Und genau dies hatte Laxey mit den Geschäften beabsichtigt.

Spätestens per 1. Januar 2007 kontrollierte Laxey so 9.22% des Implenla-Aktienkapitals: davon hielt sie 4.41% Aktien selbst und kontrollierte zusätzlich 4.81% Aktien, welche bei den Banken aufgrund der CFD blockiert waren. Per Anfang April 2007 schliesslich kontrollierte Laxey auf diese Weise – und mithilfe von mittlerweile fünf Banken – bereits 19.64% der Stimmrechte der Implenla AG. Eine Meldung betreffend der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht erfolgte jedoch nicht: Laxey hielt weiterhin nur rund 4% Implenla-Aktien, und die Aktienpakete, welche die Banken zur



Absicherung ihrer CFD-Positionen hielten, lagen jeweils unter der damaligen Meldeschwelle von 5%.

Die CFD sahen nun aber vor, dass Laxey sie jederzeit auflösen und über die Kursdifferenz abrechnen konnte. Nach der Auflösung des Vertrages waren die Aktien sodann für die Banken nicht weiter von Bedeutung.

Aktienpakete in der entsprechenden Grössenordnung können jedoch über die Börse nicht verkauft werden (werden doch pro Börsentag i.d.R. nur Bruchteile davon gehandelt). Diesen Umstand machte sich Laxey für ihre Strategie zunutze: Den Hedge-Funds-Managern war klar, dass sie nach Auflösung der CFD die als Absicherung gehaltenen Aktien den Banken ohne Weiteres abkaufen konnten. Zwischen dem 3. und 16. April 2007 kündigte Laxey alle CFD und übernahm die 19.64% Implenja-Aktien von den Banken. Ab dem 16. April hielt Laxey somit 22.89% Aktien der Implenja AG. Diese Erwerbsgeschäfte meldete Laxey nun am 11. und 18. April 2007 der Börse sowie der Zielgesellschaft.

Nachdem die FINMA von der Implenja AG über deren Verdacht der Meldepflichtverletzung informiert wurde, holte diese zwischen April und August 2007 bei verschiedenen Behörden und Finanzinstituten im In- und Ausland umfangreiche Auskünfte ein.

Mit Verfügung vom 7. März 2008 stellte die Übernahmekammer der FINMA fest, dass Laxey – als Gruppe bestehend aus der oben erwähnten Struktur – durch Erwerb bzw. Veräusserung von CFD ihre Meldepflichten

nach Art. 20 BEHG verletzt habe. Laxey habe durch diese CFD-Geschäfte nämlich faktisch bereits bei Abschluss dieser Verträge Ende 2006 bzw. Anfang 2007 eine grössere Anzahl von Implenja-Aktien kontrolliert und hätte die Überschreitung der 5%- und 10%- und 20%-Schwellen entsprechend bereits früher melden müssen. Dagegen führte Laxey Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht. Mit Urteil vom 18. Dezember 2008 wies das Bundesverwaltungsgericht die Beschwerde ab, soweit es sie nicht wegen Gegenstandslosigkeit abschrieb. Gegen den Entscheid des Bundesverwaltungsgerichts führte Laxey anschliessend noch erfolglos Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten beim Bundesgericht.



In der Zwischenzeit, am 2. November 2007, hatte die Laxey durch die Tochtergesellschaft LIL Investments No. 4 Limited angekündigt, dass sie den Aktionären der Implenia AG ein öffentliches Kaufangebot unterbreiten werde. Denn Laxey habe den Grenzwert von 33.3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft überschritten, was sie zu einem öffentlichen Übernahmeangebot verpflichtete. Der Verwaltungsrat der Implenia AG empfahl den Aktionären das Angebot zur Ablehnung. Er argumentierte, der den Aktionären offerierte Preis pro Aktie von CHF 33.23 liege deutlich unter dem bis zur Publikation des Übernahmeangebotes bezahlten Aktienkurs und widerspiegele den gegenwärtigen Wert der Gesellschaft und ihr Potential in keiner Art und Weise. Das Angebot scheiterte in der Folge.

Nach Ablauf der Angebotsfrist und weiteren Bemühungen um Aktienkäufe hielt Laxey schliesslich eine Beteiligung von 51.92% des Kapitals der Implenia AG. Doch ermöglichte die Mehrheitsbeteiligung an der Implenia AG Laxey nicht die Kontrolle über die Zielgesellschaft. Denn der Verwaltungsrat der Implenia AG erklärte sich nicht bereit, Laxey als Aktionärin von mehr als 4.9% der Aktien im Aktienbuch einzutragen.

Juristisch begründete der Verwaltungsrat die Ablehnung mit einer Vinkulierungsbestimmung in den Statuten der Implenia AG (Art. 7 Abs. 4 lit. b). Gemäss dieser Bestimmung darf der Verwaltungsrat die Eintragung von Personen im Ausland im Sinne des Bundesgesetzes über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (BewG, so genanntes „lex Koller“) verweigern, wenn der Nachweis der schweizerischen Beherrschung der Gesellschaft und/oder ihrer Tochtergesellschaften infolge der Eintragung gefährdet sein könnte. Unter Berufung auf einen Entscheid des Bezirksrats Bülach, erklärte der Verwaltungsrat, die Stimmen ausländischer Aktionäre dürften maximal 20% der eingetragenen Stimmen ausmachen, wenn man „lex Koller“-verträglich bleiben wolle. Im Aktienbuch von Laxey waren bereits zu 15% ausländische Aktionäre eingetragen. So trug der Verwaltungsrat Laxey, die unbestrittnermassen eine ausländisch beherrschte Gesellschaft darstellen, nur mit 4,9% der Aktien im Aktienbuch ein.

Laxey verkaufte schliesslich im November 2009 seine Beteiligung an der Implenia AG an verschiedene Investoren. Im Frühjahr 2010 Entschied das Bundesgericht, dass Laxey Meldepflichten verletzt habe. Ende 2010 wurde das Strafverfahren gegen Laxey nahe Personen eingestellt – gegen eine Zahlung von 1 Mio. CHF.



Themen:

- Was ist der Zweck der Offenlegung? Warum ist die Nichtmeldung problematisch?
- Wer ist wann zur Meldung im Sinne von [Art. 20 BEHG](#) verpflichtet?
- Wer ist wann zur Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots verpflichtet?
- Welche Reaktionsmöglichkeiten hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei einer feindlichen Übernahme?
- Was ist der Unterschied von Vinkulierung und Offenlegung? Wie wird die Offenlegungspflicht durchgesetzt?
- Was ist ein Pflichtangebot und wie werden dessen Regeln durchgesetzt?
- Was ist ein "defense manual" rechtlich gesehen?
- Worum handelt es sich beim Implenia Reglement über Eintragungen im Aktienbuch rechtlich gesehen?

Beilagen:

- Beilagen zum Fallbeispiel:
 - [Statuten Implenia AG](#)
 - [Reglement zur Eintragung der Namenaktien und Führung des Aktienregisters der Implenia AG](#)
 - [Tagesanzeiger, „Wie Laxey heimlich bei Implenia einstieg“, 12. März 2008](#)
 - [Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 18. Dezember 2008](#)
 - [BGer 2C 77/2009, 2C 78/2009 vom 11. März 2010 Verfahren vor der UEK](#)
- Revisionen des Offenlegungsrechts (insb. betr. „cash settled“ Optionen):
 - [Änderung von Art. 20 BEHG](#) (Gesetzestext)



- Teilevision [BEHV EBK 1. Dez. 2007](#) (Erläuterungsbericht), [Anhörungsergebnisse, Fahne](#)
- [Übersicht über die Revisionen der BEHV-EBK \(Vorläufer BEHV-FINMA\) und Art. 20 BEHG im Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange 2007 \(damals: SWX\), S. 3 ff.](#)
- [Hans Caspar von der Crone / Eva Bilek / Matthias Hirschle, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 1/2008, 1 ff.](#)
- [Susann Emenegger, Creeping Takeovers in Deutschland und der Schweiz, in FS Hopt, Band 2, 1764 ff., insb. 1781 ff.](#)

- Zum Gruppenbegriff gemäss Art. 20 BEHG
 - BGE 130 II 530 ("Quadrant")
 - [BVGer B-1215/2009](#) ("Sulzer")
 - [BStGEr SK.2010.4](#) ("OC Oerlikon")

- Meldeformulare der SIX Swiss Exchange
 - [direkter oder indirekter Erwerb](#)
 - [gemeinsame Absprache / Gruppe](#)

- Chronologie der Ereignisse anhand der NZZ Berichterstattung

- Zur Vinkulierung insbesondere (Lektüre empfohlen)
 - Die Vinkulierung als Geheimwaffe gegen unfreundliche Übernahmeversuche, NZZ vom 17. November 2007
 - Was bedeutet Fairplay beim Kampf um die Kontrolle bei Firmen?, NZZ vom 23. November 2007