



Mitteilung Nr. 2 der UEK Zum Begriff der Liquidität vom 3. September 2007¹

Die Übernahmekommission hat nach Rücksprache mit der Eidgenössischen Bankenkommission (heute: Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMA]) die folgende Mitteilung zum Begriff der Liquidität eines Beteiligungspapiers im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA verabschiedet.

I. BEGRIFF DER LIQUIDITÄT GEMÄSS NEUEM RECHT

Gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG muss der angebotene Preis mindestens dem Börsenkurs der Titel der Zielgesellschaft entsprechen. Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA definiert den Börsenkurs im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG als volumengewichteter Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots beziehungsweise der Voranmeldung. Gemäss Absatz 4 von Art. 40 BEHV-FINMA bewertet eine Prüfstelle (Art. 25 BEHG) die kotierten Beteiligungspapiere, wenn diese vor der Veröffentlichung des Angebots beziehungsweise der Voranmeldung nicht liquid sind. Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA hat damit die konstante Praxis der UEK kodifiziert, welche im Rahmen der Festsetzung des Mindestpreises bereits bis anhin eine Bewertung der kotierten Titel verlangt hat, wenn diese nicht liquid waren. Weiterhin offen bleibt dagegen die Definition des Liquiditätsbegriffs. Die Frage, nach welchen Kriterien ein Titel als liquid bzw. illiquid zu qualifizieren ist, hat daher wie in der Vergangenheit die UEK zu beantworten.

Um diesbezüglich Rechtssicherheit und Transparenz zu schaffen, hat die UEK entschieden, die vorliegende Mitteilung zur Verdeutlichung des Liquiditätsbegriffs zu veröffentlichen.

¹ Die Mitteilung wurde formell an die neuen Rechtsgrundlagen angepasst, welche per 1. Januar 2009 in Kraft getreten sind. Inhaltliche Änderungen wurden nicht vorgenommen.



II. KRITERIEN ZUR FESTLEGUNG DES LIQUIDITÄTSBEGRIFFS

Bis anhin galt ein Titel als liquid, wenn er während einer Periode von 30 Börsentagen vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung an mindestens 15 Tagen gehandelt wurde. Die «lineare» Anpassung dieser Praxis an die revidierte BEHV-FINMA führt dazu, dass der Titel künftig nur dann als liquid angesehen wird, wenn er während einer Periode von 60 Börsentagen vor der Publikation des Angebots oder der Voranmeldung an mindestens 30 Tagen gehandelt wird.

Die UEK behält sich jedoch vor, nicht nur dieses eine Kriterium zu berücksichtigen, falls die Umstände dies rechtfertigen. Die UEK zieht insbesondere in Betracht, auch die während der Referenzperiode gehandelten Volumen zu berücksichtigen.

III. SPORADISCHE LIQUIDITÄT

Zur Beurteilung, ob ein Titel liquid ist oder nicht, ist gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA der Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebots oder der Voranmeldung massgeblich. Die Liquidität eines Titels ist somit im Rahmen eines konkreten Angebots zu beurteilen. Aufgrund des von der UEK angewandten Konzepts der Liquidität (oben II.) ist es möglich, dass ein Titel zeitweise liquide und zeitweise illiquide ist. Im Fall eines freiwilligen Angebots - und in geringerem Mass in der Zeitspanne von zwei Monaten gemäss Art. 37 BEHV-FINMA auch im Fall eines Pflichtangebots - verfügt die Anbieterin über einen Spielraum, den Zeitpunkt der Publikation des Angebots oder der Voranmeldung in Abhängigkeit der Liquidität resp. Illiquidität zu wählen.

Besteht für einen Titel ein unregelmässiger, volumenmässig beschränkter Markt und ist dieser Titel folglich wenig liquid oder gar illiquid, so ist es relativ einfach, während der Referenzperiode ein Minimalvolumen des betreffenden Titels zu handeln und auf diese Weise die Liquiditätskriterien der UEK zu erfüllen. Eine solche Marktbeeinflussung könnte von der UEK jedoch in bestimmten Fällen als Umgehung qualifiziert werden, welche namentlich den Grundsatz der Lauterkeit für öffentliche Kaufangebote (Art. 28 lit. c BEHG und Art. 1 UEV) verletzen würde.



Im Gegensatz zur recht einfachen Herbeiführung der Liquidität steht die Schaffung der Illiquidität. Sie erfordert nicht nur ein passives Verhalten der Anbieterin und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen, sondern auch sämtlicher Marktteilnehmer. Diese müssten praktisch darauf verzichten, Kauf- oder Verkaufsaufträge zu platzieren oder zumindest ihre Handelsaktivität im betroffenen Titel während der Referenzperiode dergestalt beschränken, dass die Minimalzahl an Transaktionen unterschritten wird. Eine solche Konstellation erscheint in einem freien, regulierten und überwachten Markt jedoch wenig wahrscheinlich. Konsequenterweise widerspricht es den Bestimmungen des Übernahmerechts grundsätzlich nicht, eine Voranmeldung oder ein Angebot in einem Zeitpunkt zu veröffentlichen, in dem der Titel illiquid ist.