

Newsletter Nr.

190

---

## DIE ABWICKLUNG EINES UNRENTABLEN GESCHÄFTSBEREICHES DURCH DIE ZIELGE- SELLSCHAFT ALS ZULÄSSIGE BEDINGUNG EINES ÖFFENTLICHEN ÜBERNAHMEANGEBOTS

In einem «Leading Case» erklärt die Schweizer Übernahmekommission (UEK) eine Angebotsbedingung für zulässig, dass die Zielgesellschaft einen verlustbringenden Geschäftsbereich veräussert resp. «abwickelt».

---



Von **Alex Nikitine**  
Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt  
Partner  
Telefon +41 58 658 56 32  
alex.nikitine@walderywys.com



**Christian A. Schmid**  
Rechtsanwalt  
Associate  
Telefon +41 58 658 52 70  
christian.schmid@walderywys.com



und **Arber Hyseni**  
MLaw  
Trainee Lawyer  
Telefon +41 58 658 55 86  
arber.hyseni@walderywys.com

# Die Abwicklung von unrentablen Geschäftsbereichen durch die Zielgesellschaft als zulässige Bedingung eines öffentlichen Angebots

Mit der Verfügung datierend vom 5. Juni 2023 erklärte die Schweizer Übernahmekommission (UEK) eine Angebotsbedingung für zulässig, dass die Zielgesellschaft ihren verlustbringenden Geschäftsbereich veräussert resp. «abwickelt». Dabei handelt es sich um einen Leitentscheid der UEK.

## Hintergrund

Die britische Liontrust Asset Management Plc hat mit der Veröffentlichung der Voranmeldung ihres Angebots am 4. Mai 2023 bekannt gegeben, den Aktionären der in Zürich ansässigen und an der SIX Swiss Exchange kotierten GAM Holding AG ein öffentliches Tauschangebot in Höhe von rund CHF 107 Millionen für sämtliche GAM-Aktien unterbreiten zu wollen (0.0589 Stammaktien von Liontrust für eine Aktie von GAM).<sup>1</sup> Der Verwaltungsrat von GAM hat das Angebot einstimmig zur Annahme empfohlen.

Allerdings soll die Übernahme nur dann erfolgen, wenn GAM den Geschäftsbereich der Fund Management Services (FMS) in Bezug auf alle Drittfonds ohne GAM-Branding vorher veräussert oder beendet bzw. abwickelt – auf das FMS-Geschäft entfielen per 31. Dezember 2022 rund CHF 51.8 Mia. der insgesamt rund CHF 75 Mia. von GAM verwalteten Vermögen. Vor diesem Hintergrund hat Liontrust ihr Angebot der Bedingung unterworfen, dass GAM aus dem FMS-Geschäft aussteigt. Die Investorengruppe NewGAM rund um Xavier Niel hat das Angebot im Allgemeinen und die erwähnte Bedingung im Besonderen als unfair und nicht vereinbar mit dem Schweizer Übernahmerecht kritisiert. Die Rock Investment SAS, ebenfalls Mitglied der Gruppe, hatte am 9. Mai 2023 Einsprache bei der UEK erhoben.

In der am 7. Juni 2023 publizierten Verfügung vom 5. Juni 2023 bestätigte die UEK u.a., dass die FMS-Abwicklungsbedingung rechtmässig ist.

## Zulässige Bedingungen öffentlicher Kaufangebote

Eine Bedingung bezeichnet vorliegend ein objektiv ungewisses zukünftiges Ereignis, von dem nach dem Willen des Anbieters die Wirksamkeit des öffentlichen Kaufangebots abhängt. Da der Anbieter auf einzelne oder sämtliche Bedingungen jederzeit verzichten kann, ermöglicht ihm das Ausbleiben eines Bedingungseintritts, vom Angebot zurückzutreten. Die Festlegung der Bedingungen und damit der Umstände, unter welchen der Anbieter nicht an sein Angebot gebunden ist, ist für einen Anbieter folglich von zentraler Bedeutung. Ausgehend von der Auffassung, dass ein öffentliches Angebot grundsätzlich verbindlich bzw. bedingungslos sein soll sowie basierend auf den Grundsätzen der Lauterkeit und der Transparenz, sind nach dem schweizerischen Übernahmerecht Bedingungen bei freiwilligen Angeboten nur unter den untenstehenden vier kumulativen Voraussetzungen zulässig. Unzulässige Bedingungen gelten demgegenüber grundsätzlich als nicht vorhanden, d.h., das Angebot gilt als ohne die unzulässige Bedingung unterbreitet.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Es ist deshalb wichtig, dass der Angebotsprozess von Anfang an sorgfältig und ggf. in Abstimmung mit der UEK aufgesetzt wird. Immerhin darf ein Anbieter eine Bedingung, welche er in der Voranmeldung aufgeführt hat und welche vor Veröffentlichung des Angebots für unzulässig erklärt wurde, in angepasster Form in den Prospekt aufnehmen, vorausgesetzt dass die angepasste Version der Bedingung eine zulässige Bedingung ist.

<sup>1</sup> Vgl. zu öffentlichen Übernahmeangeboten auch [https://www.walderywys.com/user\\_assets/publications/Doing-Business-in-Switzerland-2.-Auflage.pdf](https://www.walderywys.com/user_assets/publications/Doing-Business-in-Switzerland-2.-Auflage.pdf)

## (i) Begründetes Interesse des Anbieters

Nach der ersten Voraussetzung sind Bedingungen bei freiwilligen Angeboten<sup>3</sup> nur soweit zulässig, als der Anbieter ein begründetes Interesse daran hat. Eine Bedingung muss im Zusammenhang mit dem Angebot stehen bzw. gemäss Lehre sachlich begründbar sein. Die UEK bejaht einen Zusammenhang mit dem Angebot z.B. dann, wenn die Bedingung die Übernahme der Kontrolle über die Zielgesellschaft, den reibungslosen Vollzug des Angebots oder die Verhinderung von Substanzverlust der Zielgesellschaft bezwecken.

Die Rock Investment machte vorliegend u.a. geltend, die FMS-Abwicklungsbedingung sei deshalb ungerecht, weil sie Liontrust erlaube, die Gewinne aus der Abwicklung des FMS-Geschäfts für sich zu behalten, während die Risiken eines Scheiterns der Abwicklung von den Aktionären getragen würden. Liontrust führte ihrerseits aus, ohne die FMS-Abwicklungsbedingung hätte Liontrust das öffentliche Tauschangebot gar nicht unterbreitet, weshalb das begründete Interesse gegeben sei.

## (ii) Keine Potestativbedingungen

Die Bedingung darf zweitens nicht potestativer Natur sein, was bedeutet, dass die Bedingung dem massgeblichen Einfluss des Anbieters entzogen sein muss. Würde man Bedingungen, deren Eintritt der Anbieter massgeblich beeinflussen kann (sog. Potestativbedingungen), zulassen, könnte der Anbieter sein Angebot beliebig zurückziehen, was dem Grundsatz widerspräche, dass öffentliche Angebote verbindlich sind. Folglich sind auch von vornherein praktisch unerfüllbare Bedingungen unzulässig, da die Gültigkeit des Angebots diesfalls allein vom Verzicht des Anbieters auf die unerfüllbare Bedingung abhängen würde, was dem Anbieter wiederum erlauben würde, sein Angebot beliebig zurückziehen.

Die Rock Investment machte geltend, die Bedingung sei potestativ, weil der Eintritt der Bedingung vom Verhalten von GAM abhängt, welche wiederum in Absprache mit Liontrust handle. Dem entgegnete Liontrust, dass ein Handeln in gemeinsamer Absprache nicht bedeute, dass Liontrust Einfluss auf das operative Geschäft von GAM nehmen könne.

## (iii) Klare bestimmte Formulierung der Bedingung

Die Bedingung muss drittens klar formuliert sein, sodass im massgeblichen Zeitpunkt eindeutig festgestellt werden kann, ob sie erfüllt ist oder nicht.

Die Rock Investment machte geltend, die Bedingung sei deshalb unklar, weil das FMS-Geschäft ungenügend definiert sei. Liontrust bestritt auch dies.

## (iv) Keine unlautere Bedingung

Als vierte Voraussetzung darf die Bedingung nicht unlauter sein. Eine Bedingung gilt gemäss Praxis der UEK als unlauter, wenn ihr Eintritt rechtswidriges bzw. vertragswidriges Verhalten der Zielgesellschaft resp. deren Organe erfordert.

In ihrer Einsprache machte Rock Investment geltend, die Bedingung sei unlauter, weil sie den Verwaltungsrat von GAM unter Druck setze bzw. einen Anreiz schaffe, das FMS-Geschäft nötigenfalls auch übereilt und zu einem ungünstigen Preis abzuwickeln. Dem hielt Liontrust entgegen, dass GAM längere Zeit erfolglos versucht habe, eine Lösung für einzelne Geschäftsbereiche zu finden. Es treffe somit nicht zu, dass Liontrust GAM gezwungen hätte, das FMS-Geschäft abzuwickeln. Vielmehr sei GAM selber zum Schluss gekommen, dass kein Weg an einem Ausstieg aus diesem Geschäft vorbeiführe. Dieser Ausstieg aus dem FMS-Geschäft sei Teil der strategischen Neuausrichtung von GAM.

**Vorgängige Prüfung und Verfahren vor der Übernahmekommission**

Ein Anbieter kann die Voranmeldung bzw. den Angebotsprospekt (inkl. allfälliger Bedingungen) der UEK vorgängig zur Prüfung einreichen. Die UEK entscheidet mittels Verfügung, welche sie unmittelbar nach Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts auf ihrer Website aufschaltet. Qualifizierte Aktionäre<sup>4</sup> werden im Verfahren der vorgängigen Prüfung nicht angehört, sondern müssen hierzu innert fünf Börsentage seit Veröffentlichung der Verfügung Einsprache gegen die Verfügung erheben. Die Einsprache hat zur Konsequenz, dass dem Einsprecher (und den übrigen Parteien) das rechtliche Gehör gewährt wird. Das Verfahren vor der UEK zeichnet sich durch seine Raschheit aus.

Liontrust hat ihr öffentliches Tauschangebot und die darin enthaltene FMS-Abwicklungsbedingung der UEK zur vorgängigen Prüfung vorgelegt. Am 4. Mai 2023 veröffentlichte die UEK ihre Verfügung, in welcher sie das Angebot und insb. die FMS-Abwicklungsbedingung für zulässig erklärte. Die Rock Investment, Mitglied der Investorengruppe NewGAM rund um Xavier Niel, die gemäss Offenlegungsmeldung vom 29. April 2023 zusammen eine Beteiligung von 7.5% an GAM halten, hatte am 9. Mai 2023 Einsprache bei der UEK erhoben und Parteistellung beantragt. Mit verfahrensleitender Verfügung vom 25. Mai 2023 gewährte die UEK der Rock Investment Parteistellung. Rock Investment beantragte u.a., die FMS-Abwicklungsbedingung sei unzulässig und daher nicht in den Angebotsprospekt aufzunehmen.

<sup>3</sup> Für Pflichtangebote braucht es dagegen wichtige Gründe im Sinne von Art. 38 FinfraV-FINMA.

<sup>4</sup> Jeder Aktionär, der im massgebenden Zeitpunkt (Art. 56 Abs. 4 UEV) eine Beteiligung von mindestens 3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält.

### Entscheid der Übernahmekommission in Sachen GAM

In der am 7. Juni 2023 publizierten Verfügung vom 5. Juni 2023 bestätigte die UEK nun ihre Verfügung vom 4. Mai 2023 und die Rechtmässigkeit der FMS-Abwicklungsbedingung gemäss der Voranmeldung. Die UEK bejahte ein begründetes Interesse von Liontrust an der Bedingung. Die FMS-Abwicklungsbedingung sei inhaltlich vergleichbar mit dem Interesse eines Anbieters, einen Substanzverlust der Zielgesellschaft bzw. die Nichtveräusserung bestimmter Aktiven ("Crown Jewels") mittels Bedingung sicherzustellen, wenngleich mit umgekehrten Vorzeichen. Insbesondere in Konstellationen wie der vorliegenden, in der sich die Zielgesellschaft in finanziellen Schwierigkeiten befindet, kann eine Bedingung wie die FMS-Abwicklungsbedingung ein öffentliches Kaufangebot, das ein Anbieter ohne die Bedingung möglicherweise nicht oder nicht zu den gleichen Konditionen unterbreiten würde, ermöglichen. Die FMS-Abwicklungsbedingung liege damit auch im Interesse der GAM-Aktionäre.

Weiter sei die FMS-Abwicklungsbedingung keine unzulässige Potestativbedingung. Ein Handeln in gemeinsamer Absprache führe nicht dazu, dass jede Bedingung, welche Handlungen des Verwaltungsrats voraussetzt, zu einer Potestativbedingung wird. Vorliegend verschaffe auch die Transaktionsvereinbarung keine Möglichkeit, den Verwaltungsrat von GAM anzuweisen, den Bedingungseintritt zu verhindern – im Gegenteil sehe die Transaktionsvereinbarung vorliegend vor, dass GAM das Zumutbare vorzunehmen habe, damit die Angebotsbedingungen schnellstmöglich erfüllt seien. Die FMS-Abwicklungsbedingung sei ausserdem hinreichend klar definiert. Schliesslich sei auch kein Grund ersichtlich, weshalb die FMS-Abwicklungsbedingung unlauter sein könnte. Vielmehr läge die Abwicklung des verlustreichen FMS-Geschäfts (auch) im Interesse von GAM.

### Aussicht und Zusammenfassung

Die am Verfahren vor der UEK beteiligten Parteien können die Verfügung innert fünf Börsentagen seit Eröffnung der Verfügung bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA anfechten. Gegen die Verfügung der FINMA könnte dann innerhalb von zehn Tagen beim Bundesverwaltungsgericht Beschwerde erhoben werden.

Der Entscheid der UEK ist insofern bemerkenswert, als die UEK bisher regelmässig Bedingungen, dass es nicht zu einem Substanzverlust bzw. einer Veräusserung bestimmter Aktiven ("Crown Jewels") kommt, genehmigte. Bei der FMS-Abwicklungsbedingung handelte es sich gewissermassen um den umgekehrten Fall oder, wie es die UEK nennt, einen Fall "mit umgekehrten Vorzeichen". Man darf sich fragen, wie die UEK in den Fällen entscheiden würde, in denen sich die Zielgesellschaft nicht "in finanziellen Schwierigkeiten" befindet oder in Fällen, in denen es sich beim zu veräussernden Geschäft nicht um ein unrentables Geschäft handelt, welches Verluste generiert.

Der Walder Wyss Newsletter kommentiert neue Entwicklungen und wichtige Themen des Schweizer Rechts. Die darin enthaltenen Informationen und Kommentare stellen keine rechtliche Beratung dar, und die erfolgten Ausführungen sollten nicht ohne spezifische rechtliche Beratung zum Anlass für Handlungen genommen werden.

© Walder Wyss AG, Zürich, 2023