Dr. iur. Urs Schenker

Schweizerisches Übernahmerecht

IN DANKBARER ERINNERUNG AN

DR. MARTHA SCHENKER, RECHTSANWALT

12.2.1917 - 18.7.2008

I N H A L T S V E R Z E I C H N I S

I. DER MARKT FÜR DIE KONTROLLE KOTIERTER UNTERNEHMEN UND SEINE REGULIERUNG **1**

1. Der Markt für Unternehmenskontrolle 1
   1.1 Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung 1
      1.1.1 Differenzen zwischen Wertpotential und Börsenkurs 4
2. Gründe für die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung 7
   2.1 Das Agency-Problem 7
   2.2 Methoden zur Bewältigung des Agency-Problems 9
      2.2.1 Die individuelle Antwort der Aktionäre: „Verkaufen“ 10
      2.2.2 Die Antwort der Leitungsorgane: „Incentives“ 10
      2.2.3 Die organisatorisch/gesetzgeberische Antwort: Corporate Governance 13
      2.2.4 Die institutionelle Antwort: „Transparenz“ 17
      2.2.5 Die Antwort des Marktes: „Der Markt für Unternehmenskontrolle“ 19
      2.2.6 Das Zusammenwirken der einzelnen Methoden zur Überwindung des Agency-Problems 21
3. Der Markt für Unternehmenskontrolle 22
   3.1 Grundsätzliche Marktmechanismen 22
      3.1.1 Der Anstoss: Die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung übersteigt die Transaktionskosten 22
      3.1.2 Der Preis der Unternehmenskontrolle 22
   3.2 Die Funktion des Marktes für Unternehmenskontrolle 27
      3.2.1 Auswirkungen des Marktes für Unternehmenskontrolle 27
      3.2.2 Voraussetzungen für das Funktionieren des Marktes für Unternehmenskontrolle 31
4. Akteure im Markt für Unternehmenskontrolle 35
   4.1 Die Anbieterin 35
   4.2 Die Leitungsorgane der Zielgesellschaft 37
   4.3 Die Aktionäre der Zielgesellschaft 39
5. Die rechtliche Regulierung von Beteiligungs- und Kontrollerwerb in der Schweiz 42
   5.1 Börsengesetzliche Regulierung 42
      5.1.1 Die Regelungsbereiche des Börsenrechts: Meldepflicht und Regelung öffentlicher Angebote 42
      5.1.2 Ziel der börsenrechtlichen Regelung 43
   5.2 Aktienrechtliche Regelung 45

II. MELDEPFLICHT BEI ERWERB UND VERÄUSSERUNG VON BETEILIGUNGEN **46**

A. ZWECK UND ANWENDUNGSBEREICH DER MELDEPFLICHT **46**

1. Zweck der Meldepflicht 46
2. Anwendungsbereich der Regeln über die Meldepflicht 50
   2.1 Die betroffene Gesellschaft 50
   2.2 Die meldepflichtigen Aktionäre 52
   2.3 Die massgebende Transaktion 53
   2.4 Verhältnis zur aktienrechtlichen Offenlegungspflicht 53

B. GRENZWERTE FÜR DIE MELDEPFLICHT **55**

1. Grenzwerte ... 55
2. Berechnung der Grenzwerte ... 56
2.1 Der massgebende Gesamtbestand der Stimmrechte ... 56
2.2 Bedingtes und genehmigtes Kapital ... 57

C. DAS OBJEKT DER MELDUNG: AKTIEN UND DERIVATE ... 59
1. Aktien ... 59
2. Derivate ... 61
2.1 Derivate mit Realerfüllung ... 63
2.1.1 Derivate ohne Potestativbedingungen ... 63
2.1.2 Erwerbs- und Verkaufsrechte mit Realerfüllung (Optionen und Wandelrechte) ... 63
2.2 Derivate ohne Realerfüllung ... 65
2.2.1 Die gesetzliche Grundlage ... 65
2.2.2 Die konkrete Regelung der Meldepflicht von Derivaten in der BEHV-FINMA ... 67
2.2.2.1 Die Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA ... 68
2.2.2.2 Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA ... 70
2.2.2.3 Meldepflicht von Derivaten als indirekter Aktienbesitz ... 72
2.2.3 Kritische Würdigung der Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA ... 74
3. Bruttoprinzip und Verrechnungsverbot: getrennte Meldung von Erwerbs- und Veräusserungspositionen ... 77
3.1 Getrennte Meldung von Erwerbs- und Veräusserungspositionen ... 77
3.2 Bruttoprinzip und Verrechnungsverbot ... 78
4. Ausübung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten, Verkauf und Verfall von Derivaten ... 80
4.1 Ausübung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten ... 80
4.2 Verkauf und Verfall von Derivaten ... 81

D. DIREKTER UND INDIREKTER ERWERB – DIE WIRTSCHAFTLICHE BERECHTIGUNG ALS KRITERIUM DER MELDEPFLICHT ... 82
1. Die wirtschaftlich berechtigte Person ... 82
1.1 Der Begriff der wirtschaftlich berechtigten Person ... 82
1.2 Alleinige Meldepflicht der wirtschaftlich berechtigten Person ... 84
2. Aktien im direkten Eigentum der wirtschaftlich berechtigten Personen ... 85
2.1 Kapitalgesellschaften ohne beherrschenden Aktionär ... 85
2.2 Pensionskassen ... 85
2.3 Stiftungen, Vereine und Genossenschaften ohne beherrschende Personen ... 86
3. Einräumung von Vollmachten und Abtretung von Stimmrechten ... 86
4. Aktien im indirekten Besitz der wirtschaftlich berechtigten Person: Spaltung von formalem Eigentum und wirtschaftlicher Berechtigung ... 88
4.1 Treuhandverhältnisse ... 88
4.2 Nominees ... 88
4.3 Banken, Broker, Vermögensverwalter und andere Finanzintermediäre ... 89
4.4 Pfandrecht ... 90
4.5 Wertpapierleihe, Repo-Geschäft und Sicherungsübereignung ... 90
4.6 Nutzniessung ... 92
5. Beherrschung von Gesellschaften und Konzernverhältnisse ... 92
5.1 Meldepflicht der beherrschenden Person ... 92
5.2 Der Begriff der Beherrschung ... 93
5.3 Beherrschungsverhältnis bei Stiftungen und Trusts ... 95

6. Kollektive Kapitalanlagen ... 96
6.1 Schweizerische kollektive Kapitalanlagen ... 96
6.1.1 Die Meldepflicht bei bewilligten kollektiven Kapitalanlagen ... 96
6.1.2 Die Erfüllung der Meldepflicht durch den Bewilligungsträger ... 97
6.2 Ausländische kollektive Kapitalanlagen ... 99
6.3 Bankinterne Sondervermögen ... 100

E. GRUPPEN ... 101
1. Der Begriff der Gruppe ... 101
2. Koordination und Unterordnung unter die Gruppe ... 102
3. Kasuistik ... 103
3.1 Koordination des ... 103
3.1.1 Aktionärsbindungsverträge mit Stimmbindung ... 103
3.1.2 Gruppenbildung durch bewusst abgestimmtes Verhalten ... 104
3.1.3 Gruppenbildung durch enge soziale Kontakte? ... 107
3.1.4 Erbengemeinschaften, Familienbesitz ... 108
3.1.5 Banken/Vermögensverwalter und Kunden ... 109
3.1.6 Konzernverhältnisse und Unternehmensgruppen ... 109
3.2 Koordination von Kauf und Verkauf ... 112
3.2.1 Vereinbarungen über den gemeinsamen Kauf oder Verkauf von Aktien ... 112
3.2.2 Vereinbarung über Veräusserungsverbote ... 113
3.2.3 Kaufverträge über Beteiligungen ... 114
3.2.4 Vorkaufs- und Kaufsrechte ... 114
3.2.5 Verbindlichkeit der Vereinbarung zwischen den Beteiligten ... 115
4. Die Meldepflicht der Gruppe ... 115
4.1 Überschreitung oder Unterschreitung eines Grenzwertes durch eine bestehende Gruppe ... 116
4.2 Bildung einer Gruppe unter bestehenden Aktionären ... 116
4.3 Änderung in der Zusammensetzung der Gruppe ... 117
4.4 Änderung der Absprache innerhalb der Gruppe ... 118
4.5 Auflösung einer Gruppe ... 119
4.6 Keine Meldepflicht bei gruppeninterner Übertragung ... 119

F. DIE ENTSTEHUNG DER MELDEPFLICHT ... 121
1. Direkter und indirekter Erwerb von Aktien und meldepflichtigen Derivaten ... 121
2. Bedingte Verträge und Verträge mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum ... 122
3. Überschreiten der Grenzwerte durch Veränderungen in der Kapitalstruktur ... 124

G. AUSNAHMEN UND ERLEICHTERUNGEN VON DER MELDEPFLICHT ... 126
1. Tagesgeschäfte ... 127
2. Ausnahmen für Banken und Effektenhändler ... 127
2.1 Handelsbestände ... 128
2.2 Securities Lending, Repo-Geschäfte und Sicherungsübereignungen ... 129
2.3 Abwicklungstransaktionen ... 129
2.4 Allgemeine Voraussetzungen für eine Ausnahme: Gesamtgrenze von 10%, eine Absicht zur Stimmrechtsausübung ... 130
3. Die Gewährung von Ausnahmen aus wichtigen Gründen ... 131
3.1 Gründe für Ausnahmen ... 132
3.1.1 Kurzfristige Über- bzw. Unterschreitung der Grenzwerte ... 133
3.1.2 Keine Absicht zur Stimmrechtsausübung ... 136
3.1.3 Bedingte Transaktionen ... 137
3.1.4 Handelsbestände ... 137
3.1.5 Stützungskäufe ... 139

3.1.6 Grosse, umfangreiche Gruppen ... 139
3.2 Gesuch an die Offenlegungsstelle ... 139

H. INHALT DER MELDUNG, BEHÖRDEN UND SANKTIONEN ... 141
1. Die Meldung ... 141
1.1 Meldepflicht und Frist ... 141
1.2 Die Erfüllung der Meldepflicht bei Gruppen ... 142
1.3 Mitwirkungspflichten der Gesellschaft ... 142
2. Veröffentlichung der Meldung ... 143
3. Inhalt und Form der Meldung ... 144
3.1 Gesonderte Meldung von Erwerbs-, Veräusserungspositionsowie Aktienbestand ... 144
3.2 Inhalt der Meldung ... 145
3.3 Form der Meldung ... 147
4. Die Offenlegungsstelle und ihr Verfahren ... 148
4.1 Die Offenlegungsstelle ... 148
4.2 Verfahren ... 149
4.3 Vorabentscheide ... 150
4.4 Transparenz ... 150
5. Sanktionen ... 151
5.1 Suspendierung der Stimmrechte ... 151
5.1.1 Zweck der Suspendierung ... 152
5.1.2 Voraussetzung für die Suspendierung von Stimmrechten ... 152
5.1.3 Zuständigkeit ... 153
5.1.4 Wirkung und Umfang der Suspendierung ... 154
5.1.5 Die Dauer der Suspendierung ... 156
5.1.6 Auswirkung der Suspendierung auf den Weiterverkauf von Aktien ... 158
5.1.7 Anwendung auf Verletzungen vor dem 1. Dezember 2007 ... 158
5.2 Busse ... 159
5.2.1 Zweck der Busse ... 160
5.2.2 Tatbestand ... 160
5.2.3 Die bestrafte Person ... 160
5.2.4 Strafmass ... 161
5.2.5 Strafverfahren ... 163
5.3 Keine Nichtigkeit des Erwerbs ... 163

III. ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEANGEBOTE ... 164

A. ZWECK DER ÜBERNAHMEREGELN ... 164
1. Marktneutrale Regelung zum Schutz der Aktionäre ... 164
2. Einzelne Ziele der Übernahmeregeln ... 164
2.1 Transparenz ... 164
2.2 Gleichbehandlung der Aktionäre ... 165
2.3 Wettbewerb bei Angeboten ... 167

B. DER ANWENDUNGSBEREICH DER SCHWEIZERISCHEN ÜBERNAHMEREGELN ... 169
1. Schweizerische Zielgesellschaft ... 169
1.1 Grundsatz: Massgeblichkeit des statutarischen Sitzes ... 169
1.2 Anwendung der schweizerischen Regeln auf ausländische Gesellschaften bei tatsächlichem Sitz in der Schweiz ... 170
1.3 Lösung negativer Regelungskonflikte de lege ferenda ... 171
1.4 Positive Regelungskonflikte ... 171

2. Kotierung der Zielgesellschaft an einer Schweizer Börse ... 172
3. Öffentliches Angebot für Beteiligungspapiere ... 175
3.1 Angebot ... 175
3.2 Öffentlichkeit des Angebotes ... 177
3.3 Beteiligungspapiere ... 178
4. Erwerb eigener Beteiligungspapiere ... 179
5. Statutarischer Ausschluss der Regeln über Pflichtangebote ... 180

C. BEHÖRDEN UND VERFAHREN ... 181
1. Behörden ... 181
1.1 Übernahmekommission ... 181
1.1.1 Zusammensetzung ... 181
1.1.2 Der Präsident der Übernahmekommission ... 183
1.1.3 Ausschüsse ... 183
1.1.4 Sekretariat ... 183
1.1.5 Kompetenzen ... 184
1.1.5.1 Beurteilung konkreter öffentlicher Angebote ... 184
1.1.5.2 Spontane Eingriffe vor der Ankündigung eines Angebotes ... 185
1.1.5.3 Auskünfte und Vorabentscheide ... 186
1.1.5.4 Erlass von Verordnungen ... 186
1.1.5.5 Gewährung von Ausnahmen ... 187
1.2 FINMA ... 188
2. Verfahren ... 188
2.1 Verfahren vor der Übernahmekommission ... 188
2.1.1 Verfügungen ... 188
2.1.2 Verfahrensgrundsätze ... 189
2.2 Rechtsmittelverfahren ... 195
3. Die Rolle der Prüfstelle im Verfahren ... 196
3.1 Die Bestimmung der Prüfstelle ... 197
3.2 Die Unabhängigkeit der Prüfstelle ... 198
3.3 Pflichten der Prüfungsstelle gegenüber der Übernahmekommission ... 199
3.4 Prüfung des Angebotsprospektes ... 200
3.5 Prüfungshandlungen nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes ... 203

D. AUSGESTALTUNG DES ÖFFENTLICHEN ANGEBOTES ... 206
1. Objekt und Umfang des Angebotes ... 206
1.1 Voll- und Teilangebote ... 206
1.1.1 Die Möglichkeit von Teilangeboten ... 206
1.1.2 Der Zwang zu einem Angebot für alle Beteiligungspapiere ... 206
1.2 Angebote für einzelne Kategorien von Beteiligungspapieren ... 207
1.2.1 Pflicht zum Einbezug aller kotierten Kategorien von Beteiligungspapieren ... 207
1.2.2 Ausschluss von Optionen und Wandelrechten ... 207
1.3 Ausschluss von in bestimmten Ländern domizilierten Aktionären (Purchase Restrictions) ... 208
1.4 Ausschluss von Aktien, die von der Zielgesellschaft sowie von Personen gehalten werden, die in Absprache mit dem Anbieter handeln ... 211
2. Angebotspreis ... 211
2.1 Die Höhe des Angebotspreises ... 211
2.1.1 Bestimmung des Angebotspreises durch den Anbieter ... 211
2.1.2 Mindestpreise für Pflichtangebote ... 212
2.2 Bestimmbarkeit des Angebotspreises ... 213

2.3 Preisanpassungsklauseln zum Ausgleich von Dividendenzahlungen und Transaktionen mit Verwässerungseffekt ... 214
3. Tauschangebote ... 215
3.1 Zulässigkeit von Tauschangeboten ... 215
3.2 Die Festlegung des Umtauschverhältnisses ... 216
3.3 Die Kombination von Bar- und Tauschangeboten ... 216
3.4 Angaben über die zum Tausch angebotenen Titel im Angebotsprospekt ... 217
3.5 Transaktionen mit den zum Umtausch angebotenen Effekten ... 217
4. Gleichbehandlungsprinzip ... 218
4.1 Grundsatz ... 218
4.2 Ausnahmen von der Gleichbehandlung ... 219
4.3 Best-Price-Regel ... 220
4.3.1 Der vom Anbieter ausserhalb des Angebotes bezahlte Preis ... 221
4.3.2 Der zeitliche Anwendungsbereich der Best-Price-Regel ... 223
4.3.2.1 Geltung nach Veröffentlichung des Angebotes ... 223
4.3.2.2 Keine Anwendung der Best-Price-Regel auf Transaktionen vor Veröffentlichung des Angebotes ... 224
4.3.3 Anwendung der Best-Price-Regel bei Käufen von Beteiligungspapieren und Optionen, die nicht dem Angebot unterstehen ... 225
4.3.4 Anwendung der Best-Price-Regel auf Tauschangebote ... 226
4.3.5 Anwendung der Best-Price-Regel auf Angebote mit variablem Preis ... 227
4.3.6 Anwendung der Best-Price-Regel bei späteren Fusionen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft ... 228
4.3.7 Geltung der Best-Price-Regel für Personen, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln ... 229
4.3.8 Überwachung der Best-Price-Regel und Folgen einer Verletzung ... 230
4.4 Die relative Gleichbehandlung bei verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren ... 231
4.5 Prüfung der Gleichbehandlung durch die Prüfstelle ... 233
5. Finanzierung des Angebotes / Bereitstellung der zum Tausch angebotenen Effekten ... 234
5.1 Finanzierung von Barangeboten ... 234
5.2 Bereitstellung von Titeln zum Tausch ... 234
6. Bedingungen ... 235
6.1 Zulässige Bedingungen ... 236
6.1.1 Die massgebenden Grundsätze aus der Praxis der Übernahmekommission ... 236
6.1.1.1 Die Bedingung muss im Zusammenhang mit dem Angebot stehen und darf nicht Risiken aus der Sphäre des Anbieters abdecken ... 236
6.1.1.2 Die Erfüllung der Bedingung darf nicht in wesentlichem Umfang vom Verhalten des Anbieters selbst abhängen ... 237
6.1.1.3 Die Bedingung muss aufgrund einer realistischen Einschätzung erfüllbar sein ... 239
6.1.1.4 Die Bedingung darf die Organe der Zielgesellschaft nicht zu unzulässigen Handlungen zwingen ... 239
6.1.1.5 Die Bedingung muss bestimmt formuliert sein ... 239
6.1.1.6 Die Zahl der Bedingungen darf nicht übermässig sein ... 240
6.1.2 Kasuistik ... 240
6.1.2.1 Annahme des Übernahmeangebotes für eine Mindestzahl von Aktien ... 240
6.1.2.2 Zustimmung der Generalversammlung der Zielgesellschaft zu Statutenänderungen ... 241

6.1.2.3 Die Eintragung des Anbieters in das Aktienbuch der Zielgesellschaft 244
6.1.2.4 Neubesetzung des Verwaltungsrates 244
6.1.2.5 Ausschüttung einer Dividende / Durchführung einer Kapitalherabsetzung bei der Zielgesellschaft 245
6.1.2.6 Vollzug bestimmter Transaktionen 245
6.1.2.7 Schaffung der für ein Tauschangebot notwendigen Aktien und Kotierung 246
6.1.2.8 Zustimmung der Generalversammlung des Anbieters 247
6.1.2.9 Behördliche Bewilligungen 247
6.1.2.10 Keine negativen behördlichen oder gerichtlichen Verfügungen und Entscheide 248
6.1.2.11 Positiver Vorabentscheid der Steuerbehörden 249
6.1.2.12 Keine negative Entwicklung bei der Zielgesellschaft 249
6.1.2.13 Abschluss von Mandatsverträgen mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft 255
6.1.2.14 Entwicklung der ökonomischen Rahmenbedingungen 255
6.1.2.15 Cross Conditions bei verbundenen Angeboten 256
6.2 Unzulässige Bedingungen 256
6.2.1 Grundsätze 256
6.2.2 Kasuistik 257
6.2.2.1 Allgemeine Material-Adverse-Change-Klausel 257
6.2.3 Finanzierung des Angebotes 258
6.2.4 Bedingungen, die in unlauterer Weise in die Handlungsautonomie der Gesellschaft eingreifen 258
6.2.5 Bedingungen zur Vermeidung gesetzlicher Rechtsfolgen 260
6.3 Die Laufzeit und Wirkung von Bedingungen 260
6.3.1 Beschränkung auf Suspensivbedingungen 260
6.3.2 Erfüllung der Bedingungen während der Angebotsfrist 261
6.3.3 Bedingungen, die zum Aufschub des Vollzuges führen 261
6.3.4 Stellung der Aktionäre während der Schwebezeit des bedingten Angebotes 264
6.4 Nichterfüllung einer Bedingung 265
6.5 Feststellung des Eintrittes der Bedingungen / Verzicht auf Bedingungen 266
7. Die Bindung des Anbieters an sein Angebot 266
7.1 Die Bindungswirkung des Angebotes 266
7.2 Änderungen des Angebotes 267
7.3 Widerruf des Angebotes 268
8. Rechtsfolgen eines unzulässigen Angebotes 269
8.1 Verbindlichkeit des Angebotes für den Anbieter 269
8.2 Anpassung unrechtmässiger Angebote 269
8.3 Untersagung von Angeboten und Rücktrittsrecht 271
8.3.1 Untersagung von Angeboten 271
8.3.2 Rücktrittsrecht der Aktionäre 271

E. VORANMELDUNG UND POTENTIELLES ANGEBOT 273

1. Die formelle Voranmeldung des Angebotes 273
1.1 Inhalt der Voranmeldung 273
1.2 Veröffentlichung der Voranmelddung 274
1.3 Wirkungen der Voranmeldung 274
1.3.1 Die Verpflichtung zur Unterbreitung eines Angebotes innert sechs Wochen 274
1.3.2 Die inhaltliche Bindungswirkung der Voranmeldung 276
1.3.3 Weitere Auswirkungen der Voranmeldung 277

1.3.3.1 Fixierung des Mindestpreises ... 277
1.3.3.2 Anwendung der Best-Price-Regel ... 278
1.3.3.3 Beschränkung der Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft ... 278
1.3.3.4 Meldepflicht für Transaktionen ... 278
1.3.3.5 Geltung der Bestimmungen über konkurrierende Angebote ... 279
1.3.3.6 Eintritt der Wirkungen der Voranmeldung ... 279
1.4 Prüfung der Voranmeldung durch die Übernahmekommission ... 279
2. Informelle Ankündigung eines Angebotes ... 280
3. Das potentielle Angebot ... 281
3.1 Äusserungen eines potentiellen Anbieters als auslösender Faktor ... 281
3.2 Die Konsequenz: "Shut up or Put up" ... 283
3.3 Verfahren ... 285

F. DER ANGEBOTSPROSPEKT ... 285
1. Funktion des Angebotsprospektes ... 285
1.1 Rechtlich verbindliches Angebot des Anbieters ... 286
1.2 Information der Aktionäre der Zielgesellschaft ... 287
2. Wahrheitsgebot ... 287
3. Inhalt des Angebotsprospektes ... 288
3.1 Angaben über den Anbieter ... 288
3.2 Angaben über Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln ... 289
3.3 Aktienbesitz des Anbieters ... 294
3.4 Gegenstand und Preis des Angebotes ... 295
3.5 Angaben über die Finanzierung des Angebotes ... 297
3.6 Angaben über die Zielgesellschaft ... 298
3.6.1 Unternehmerische Absichten des Anbieters ... 298
3.6.2 Vereinbarungen zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft, deren Organen und Aktionären ... 299
3.6.3 Bestätigung betreffend zusätzliche Informationen über die Zielgesellschaft ... 301
3.7 Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten ... 302
3.7.1 Beschreibung der Rechte der zum Tausch angebotenen Titel sowie Angaben über die Emittentin ... 302
3.7.2 Angaben über den Wert der zum Tausch angebotenen Titel ... 303
3.7.2.1 Marktdaten oder Bewertung ... 303
3.7.2.2 Ausnahmen von der Bewertungspflicht ... 304
3.7.3 Kotierungsprospekt für die zum Tausch angebotenen Titel ... 306
4. Prüfung des Angebotsprospekts ... 307
4.1 Prüfung des Angebotsprospektes durch die Prüfstelle ... 307
4.2 Prüfung des Angebotsprospektes durch die Übernahmekommission ... 307
5. Veröffentlichung des Angebotsprospektes ... 308
5.1 Sprache ... 308
5.2 Publikationsmedien ... 309
6. Angebotsänderungen und Nachführungspflicht des Anbieters ... 310
6.1 Nachträgliche Änderungen des Angebotes ... 310
6.2 Nachführungspflicht ... 310
7. Weitere Mitteilungen des Anbieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft nach der Publikation des Angebotes ... 310
7.1 Wesentliche Informationen müssen in Form eines Nachtrags zum Angebotsprospekt publiziert werden ... 311
7.2 Lauterkeits- und Wahrheitsgebot ... 311

G. ABWICKLUNG DES ANGEBOTS, FRISTEN UND KRAFTLOSERKLÄRUNG **313**
1. Karenz- und Annahmefrist 313
1.1 Karenzfrist 313
1.1.1 Dauer und Zweck der Karenzfrist 313
1.1.2 Verlängerung der Karenzfrist 314
1.1.3 Verkürzung der Karenzfrist 315
1.2 Annahmefrist 316
2. Meldung von Transaktionen während der Laufzeit des Angebotes 317
2.1 Käufe und Verkäufe des Anbieters während der Laufzeit des Angebotes 317
2.2 Meldepflicht 318
2.3 Die meldepflichtigen Personen 319
2.4 Die meldepflichtigen Transaktionen 320
2.5 Zeitpunkt der Meldung 320
2.6 Veröffentlichung der Meldungen 321
2.7 Sanktionen 321
3. Annahme des Angebotes und Einlieferung der Aktien 321
3.1 Die Annahme des Angebotes 321
3.2 Handel nach Annahme des Angebotes 322
4. Bekanntgabe des Ergebnisses und Nachfrist 323
4.1 Bekanntgabe des Zwischenergebnisses 323
4.1.1 Das provisorische Zwischenergebnis 323
4.1.2 Das definitive Zwischenergebnis 324
4.2 Nachfrist 325
4.3 Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses 326
5. Abwicklung des Angebotes 326
6. Kraftloserklärung der restlichen Aktien 327
6.1 Voraussetzungen für die Kraftloserklärung 328
6.1.1 Schweizerische Zielgesellschaft 328
6.1.2 Kotierung 329
6.1.3 Durchführung eines Übernahmeangebotes, Frist 329
6.1.4 Der Grenzwert von 98% 330
6.2 Umfang der Kraftloserklärung 332
6.3 Verfahren 333
6.4 Kraftloserklärung und Auszahlung des Angebotspreises 334
6.5 Die Fusion von Anbieter und Zielgesellschaft als Alternative zum Kraftloserklärungsverfahren 335
6.5.1 Fusion mit Aktientausch oder Barabgeltung 335
6.5.2 Die Anwendung der Best-Price-Regel 337

H. KONKURRIERENDE ANGEBOTE **339**
1. Angebotswettbewerb und Konkurrenzangebote 339
2. Der Begriff des konkurrierenden Angebotes 341
3. Gleichbehandlungspflicht der Zielgesellschaft gegenüber konkurrierenden Angeboten 342
3.1 Anspruch auf gleiche Information / Due Diligence 343
3.1.1 Der Anspruch auf Information 343
3.1.2 Keine Geheimhaltungserklärung für Konkurrenzanbieter 344
3.1.3 Ausnahmen von der Gleichbehandlungspflicht 344
3.1.4 Ausdehnung der Gleichbehandlungspflicht auf das Verhältnis von aktuellen und potentiellen Anbietern 345
3.2 Gleichbehandlung bei Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft 347

3.3 Gleichbehandlung bezüglich Zusicherungen in Hinsicht auf eigene Aktien und Optionsprogramme ... 348
3.4 Gleichbehandlung bezüglich „Break-up Fees“ ... 348
3.5 Gleichartige Empfehlung des Verwaltungsrates? ... 349
3.6 Anspruch auf Abschluss einer Transaktionsvereinbarung? ... 349
3.7 Verletzung des Gleichbehandlungsgebotes ... 351
4. Fristenlauf bei konkurrierenden Angeboten ... 352
4.1 Frist zur Publikation eines Konkurrenzangebotes ... 352
4.2 Verlängerung der Angebotsfrist ... 354
4.3 Erhöhung des Erstangebotes ... 354
4.4 Eingriffe der Übernahmekommission in den Fristenlauf ... 355
5. Widerruf von Annahmeerklärungen beim Vorliegen von Konkurrenzangeboten ... 356
6. Änderung und Widerruf von Angeboten ... 358
7. Die Absicherung des Erstanbieters gegenüber konkurrierenden Angeboten ... 359
7.1 Exklusivitätsvereinbarungen ... 361
7.1.1 Exklusivbindungen vor Abschluss einer Voranmeldung oder eines Angebotes ... 361
7.1.2 Exklusivitätsvereinbarungen nach der Publikation einer Voranmeldung oder eines Angebotes ... 362
7.2 Vereinbarungen von Break-up Fees und Kostenübernahme ... 364
7.3 Crown Jewel Options / Lock-up-Vereinbarungen ... 366
7.4 Vereinbarungen des Anbieters mit Aktionären der Zielgesellschaft (Tender Agreements) ... 367

I. KAUF EIGENER AKTIEN ... 369
1. Motive für Rückkaufangebote ... 369
2. Methoden zum Rückkauf von Aktien ... 370
2.1 Rückkauf im normalen Börsenhandel ... 370
2.2 Rückkauf über eine zweite Handelslinie ... 371
2.3 Rückkauf über Put-Optionen ... 371
2.4 Öffentliches Angebot mit Festpreis ... 371
2.5 Kombinierte Rückkaufstransaktionen ... 372
3. Problemstellung bei Rückkaufprogrammen ... 372
3.1 Gleichbehandlung der Aktionäre beim Rückkauf ... 372
3.2 Transparenz, Vermeidung einer asymmetrischen Informationslage ... 374
3.3 Indirekte Verschiebung der Beherrschungsverhältnisse ... 375
4. Ausnahmen von der Unterstellung unter die Angebotsregeln ... 376
4.1 Automatische Freistellung ... 377
4.2 Freistellung durch Meldeverfahren ... 377
4.3 Freistellung auf individuelles Gesuch ... 380
5. Umtauschangebote zwischen verschiedenen Kategorien von Beteiligungsangeboten ... 381
6. Spätere Änderung des Verwendungszwecks der zurückgekauften Aktien ... 382

J. PFLICHT ZUR UNTERBREITUNG EINES ANGEBOTES ... 383
1. Zweck der Angebotspflicht ... 383
2. Grenzwert und Übergangsregelung ... 385
2.1 Grenzwert ... 385
2.2 Übergangsregeln ... 387
3. Entstehung der Angebotspflicht ... 388
3.1 Überschreitung des Grenzwertes durch Erwerb von Beteiligungspapieren ... 388
3.1.1 Direkter Erwerb ... 390
3.1.2 Indirekter Erwerb ... 391

3.1.3 Derivate und bedingte Verträge ... 392
3.2 Überschreitung des Grenzwertes durch Veränderung der Zahl der Stimmrechte ... 393
3.3 Überschreitung des Grenzwertes durch Gruppenbildung ... 394
3.3.1 Der Begriff der Gruppe / Verweisung auf die Gruppenbildung im Sinne der Meldepflicht ... 394
3.3.2 Kasuistik ... 397
3.3.2.1 Aktionärbindungsverträge ... 397
3.3.2.2 Gruppenbildungen durch abgestimmtes Verhalten ... 399
3.3.2.3 Gruppenbildung im Rahmen von Konzern- und anderen Beherrschungsverhältnissen ... 402
3.3.2.4 Gruppen von kollektiven Kapitalanlagen mit gemeinsamer Fondsleitung ... 403
3.3.3 Gruppenbildung ohne zusätzlichen Erwerb von Aktien ... 403
3.3.4 Auslösung der Angebotspflicht durch Veränderungen innerhalb der Gruppe ... 403
3.3.4.1 Änderungen in der Zusammensetzung einer Gruppe und der internen Verteilung der Aktien ... 404
3.3.4.2 Änderungen der Absprachen innerhalb einer Gruppe ... 405
3.4 Keine Auslösung der Angebotspflicht durch die Erhöhung der Beteiligung nach einem öffentlichen Angebot ... 406
4. Entscheid der Übernahmekommission zum Bestand einer Angebotspflicht ... 406
5. Ausnahmen von der Angebotspflicht ... 407
5.1 Gesetzliche Ausnahmen ... 407
5.2 Ausnahmen aus wichtigen Gründen ... 410
5.2.1 Materielle Gründe für Ausnahmen aus wichtigen Gründen ... 411
5.2.1.1 Verschiebungen innerhalb einer Gruppe ... 411
5.2.1.2 Kapitalherabsetzung ... 412
5.2.1.3 Kurzfristige Überschreitungen des Grenzwertes ... 413
5.2.1.4 Kapitalerhöhung oder Gratisaktien ... 415
5.2.1.5 Sanierung ... 416
5.2.1.6 Keine beherrschende Stellung des Erwerbers ... 417
5.2.1.7 Indirekter Erwerb als Nebeneffekt einer Transaktion ... 418
5.2.1.8 Erwerb der Aktien während des Kraftloserklärungsverfahrens ... 419
5.2.2 Auflagen ... 420
5.2.3 Verfahren ... 421
5.2.3.1 Gesuch des Anbieters und Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ... 421
5.2.3.2 Entscheid der Übernahmekommission ... 422
5.2.3.3 Einspracheverfahren ... 422
6. Frist zur Einleitung des öffentlichen Angebotes ... 424
7. Die inhaltliche Gestaltung des Pflichtangebotes ... 425
7.1 Umfang des Pflichtangebotes ... 425
7.2 Bar- und Tauschangebot ... 426
7.3 Bedingungen ... 427
7.4 Vollzug des Pflichtangebotes durch Fusion ... 431
8. Der Angebotspreis ... 433
9. Opting-out ... 438
9.1 Wirtschaftliche Auswirkungen des Opting-out ... 439
9.2 Formulierung der Opting-out-Klausel ... 440
9.3 Die nachträgliche Einführung des Opting-out ... 441
9.4 Die Aufhebung eines Opting-out (Opting-in) ... 443
10. Opting-up ... 444

11. Verletzung der Angebotspflicht ... 445
11.1 Börsenrechtliches Verfahren ... 445
11.1.1 Feststellung der Übernahmepflicht ... 445
11.1.2 Durchsetzung der Angebotspflicht ... 446
11.1.3 Beurteilung des börsenrechtlichen Verfahrens ... 446
11.2 Zivilrechtliche Ansprüche der Aktionäre ... 447

K. DIE POSITION DER ZIELGESELLSCHAFT IM ÜBERNAHMEVERFAHREN ... 449
1. Die Position der Zielgesellschaft gegenüber Übernahmeversuchen ... 449
1.1 Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft als „Gatekeeper" für Angebote ... 449
1.2 Aktien- und börsenrechtliche Regelung des Verhaltens der Zielgesellschaft ... 453
2. Der Entscheid des Verwaltungsrates über ein Angebot ... 453
2.1 Der Grundsatzentscheid über die Selbständigkeit des Unternehmens als unübertragbare und unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates ... 454
2.2 Das Unternehmensinteresse als Richtschnur für den Entscheid des Verwaltungsrates ... 455
2.3 Keine Auktionspflicht des Verwaltungsrates ... 457
2.4 Die konkrete Entscheidungssituation des Verwaltungsrates ... 458
2.4.1 Ablehnung eines Angebotes ... 460
2.4.2 Zustimmung zum Angebot ... 463
3. Die aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates in der Übernahmesituation ... 465
3.1 Gleichbehandlungspflicht gegenüber den Aktionären ... 465
3.2 Aktienrechtliche Schranken bei der Abwehr von Übernahmeversuchen ... 469
3.3 Haftungsrisiko des Verwaltungsrates ... 471
4. Börsenrechtliche Pflichten der Zielgesellschaft ... 472
4.1 Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebot ... 472
4.1.1 Unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates ... 473
4.1.2 Zweck des Berichtes des Verwaltungsrates ... 474
4.1.3 Wahrheits- und Vollständigkeitsgebot ... 475
4.1.3.1 Wahrheitsgebot ... 475
4.1.3.2 Vollständigkeitsgebot ... 475
4.1.4 Inhalt des Berichtes ... 477
4.1.4.1 Wirtschaftliche Entwicklung der Zielgesellschaft ... 477
4.1.4.2 Absichten von wesentlichen Aktionären ... 478
4.1.4.3 Geplante Abwehrmassnahmen ... 480
4.1.4.4 Interessenkonflikte ... 481
4.1.5 Empfehlung des Verwaltungsrates ... 485
4.1.5.1 Die Handlungsalternativen des Verwaltungsrates ... 486
4.1.5.2 Gutachten Dritter / Fairness Opinion ... 487
4.1.6 Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates ... 491
4.1.6.1 Veröffentlichung im Angebotsprospekt ... 492
4.1.6.2 Selbständige Veröffentlichung ... 492
4.1.7 Zusatzbericht bei Änderungen des Angebotes ... 493
4.1.8 Nachführungspflicht des Verwaltungsrates ... 493
4.1.9 Zusätzliche Äusserungen des Verwaltungsrates ... 495
4.1.10 Prüfung des Berichtes durch die Übernahmekommission und Sanktionen ... 496
4.2 Beschränkung der Abwehrmassnahmen ... 497
4.2.1 Anzeigepflicht ... 499
4.2.1.1 Der Umfang der Anzeigepflicht ... 499
4.2.1.2 Der Zeitpunkt der Anzeige ... 500
4.2.1.3 Eingriffsmöglichkeiten der Übernahmekommission ... 501
4.2.1.4 Geheimhaltung der Abwehrmeldungen ... 501

4.2.2 Unzulässige Veränderungen des Aktiv- und des Passivbestandes ... 502
4.2.2.1 Zweck der Regelung ... 502
4.2.2.2 Anwendungsbereich: Beschlüsse des Verwaltungsrates und Ausführungshandlungen ... 504
4.2.2.3 Unzulässige Handlungen ... 505
4.2.2.4 Die Erfüllung vorbestehender Verpflichtungen während der Angebotsfrist ... 510
4.2.2.5 Ausnahmebewilligungen ... 511
4.2.2.6 Beschlüsse der Generalversammlung ... 512
4.2.3 Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechtes ... 514
4.2.4 Rechtsfolgen unzulässiger Transaktionen ... 516
4.2.5 Zeitlicher Anwendungsbereich der börsenrechtlichen Einschränkungen von Abwehrmassnahmen ... 516
4.3 Gleichbehandlungspflicht bei konkurrierenden Angeboten ... 518
4.4 Pflichten der Zielgesellschaft, die in Absprache mit dem Anbieter handelt ... 518
4.5 Ad-hoc-Publizität ... 519
4.5.1 Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zu den übernahmerechtlichen Informationspflichten ... 520
4.5.2 Bekanntgabepflicht und Aufschub ... 521
4.5.2.1 Bekanntgabepflicht ... 521
4.5.2.2 Aufschub der Bekanntgabe ... 522
4.5.3 Die Ad-hoc-Publizitätspflicht im Übernahmeverfahren ... 524
4.5.3.1 Pläne und Absichten ... 524
4.5.3.2 Anfragen von potentiellen Anbietern ... 525
4.5.3.3 Verhandlungen mit einem Anbieter und Due Diligence ... 526
4.5.3.4 Abschluss einer Absichtserklärung ... 528
4.5.3.5 Abschluss einer Transaktionsvereinbarung ... 528
4.5.3.6 Neue Informationen nach Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates zum Angebot ... 528
4.5.4 Die Formulierung der Ad-hoc-Mitteilung ... 530
4.5.5 Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung ... 531
5. Die Möglichkeiten zur Abwehr von Übernahmeversuchen ... 532
5.1 Präventive Abwehrmassnahmen ... 532
5.1.1 Statutenbestimmungen zur Abwehr von Übernahmen ... 532
5.1.1.1 Übertragungsbeschränkungen (Vinkulierung) ... 532
5.1.1.2 Beschränkung der Stimmrechte ... 534
5.1.1.3 Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit für die Abwahl von Verwaltungsratsmitgliedern ... 536
5.1.1.4 Stimmrechtsaktien/Partizipationsscheine ... 536
5.1.1.5 Absicherung des statutarischen Abwehrdispositivs ... 538
5.1.2 Platzierung von Aktien in „sicheren Händen“ / harter Aktionärskern ... 539
5.1.3 Poolvertrag unter den Grossaktionären ... 540
5.1.4 Keine Due Diligence für Anbieter, keine Verhandlungen ... 541
5.1.5 Ein hoher Aktienkurs als bestes Verteidigungsmittel ... 542
5.2 Abwehrmassnahmen nach Publikation eines Angebotes ... 544
5.2.1 Kommunikation des Verwaltungsrates ... 545
5.2.2 Strukturelle Änderungen zur Wertsteigerung des Unternehmens ... 547
5.2.3 Erhöhung des Leverage durch die Ausschüttung von Substanzdividenden und Kapitalrückzahlungen ... 549
5.2.4 Der Kauf eigener Aktien ... 549
5.2.5 Verkauf attraktiver Aktiven ... 550
5.2.6 Pac-Man-Verteidigung ... 551

5.2.7 Einholung von Konkurrenzofferten: die Suche nach dem „White Knight“ und Auktionen ... 552
6. Leistungen zur Absicherung des Managements der Zielgesellschaft ... 554
6.1 Verunsicherung des Managements durch potentielle Übernahmen ... 554
6.2 Massnahmen zur Absicherung des Managements ... 555
6.2.1 Abgangsentschädigungen ... 555
6.2.2 Kündigungsfristen ... 556
6.2.3 Aufhebung von Restriktionen bei Beteiligungs- und Optionsplänen ... 557
6.2.4 Auszahlung von zielabhängigen Bonuszahlungen ... 558
6.3 Incentivezahlungen für Übernahmeverhandlungen ... 559
6.3.1 Interessenkonflikte bei Übernahmeverhandlungen ... 559
6.3.2 Massnahmen zur Bekämpfung des Interessenkonfliktes ... 559
6.4 Angemessenheit der Massnahmen ... 560
6.5 Börsenrechtliche Limiten ... 562
6.6 Veröffentlichung von Massnahmen zugunsten des Managements ... 563
6.6.1 Veröffentlichung im Corporate-Governance-Bericht ... 563
6.6.2 Veröffentlichung im Bericht des Verwaltungsrates ... 564
6.6.3 Veröffentlichung im Anhang zur Jahresrechnung ... 564
7. Verhandlungen, Due Diligence und Transaktionsvereinbarung zur Einleitung einer „freundlichen Übernahme“ ... 565
7.1 Verhandlungen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft ... 565
7.1.1 Die Verhandlungssituation ... 565
7.1.1.1 Verhandlungsziele ... 565
7.1.1.2 Geheimhaltung der Verhandlungen ... 567
7.1.2 Auktion durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ... 567
7.2 Due Diligence ... 568
7.2.1 Das Interesse des Anbieters an einer Due Diligence ... 568
7.2.2 Die Position der Zielgesellschaft in der Due Diligence ... 569
7.2.2.1 Keine Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence ... 569
7.2.2.2 Geheimhaltungsinteresse der Zielgesellschaft ... 570
7.2.2.3 Bindung von Managementkapazität und Kosten ... 572
7.2.3 Zeitpunkt der Due Diligence ... 572
7.2.4 Umfang der Due Diligence ... 573
7.2.5 Durchführung der Due Diligence ... 574
7.3 Transaktionsvereinbarungen ... 574
7.3.1 Inhalt der Transaktionsvereinbarung ... 575
7.3.1.1 Verpflichtung zur Publikation eines Angebotes ... 575
7.3.1.2 Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ... 576
7.3.1.3 Realisierungsschritte und Zeitplan ... 577
7.3.1.4 Durchführung einer Generalversammlung ... 577
7.3.1.5 Bestimmungen über Organisationsstruktur, Tätigkeit und Ausrichtung der Zielgesellschaft nach der Übernahme ... 578
7.3.1.6 Weiterbeschäftigung bzw. Ausscheiden von Verwaltungsratsmitgliedern und Managern ... 578
7.3.1.7 Verhalten bei Konkurrenzangeboten/Exklusivitätsvereinbarungen ... 580
7.3.1.8 Lock-up-Klauseln und Break-up Fees ... 581
7.3.1.9 Geheimhaltung ... 581
7.3.1.10 Kommunikation ... 581
7.3.1.11 Verhalten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bis zur Realisierung der Übernahme ... 582
7.3.1.12 Einhaltung der Best-Price-Regel durch die Zielgesellschaft ... 582

7.3.2 Die Bindungswirkung von Transaktionsvereinbarungen ... 583

IV. STEUERFRAGEN BEI ÖFFENTLICHEN ÜBERNAHMEANGEBOTEN ... 584

A. TRANSAKTIONSSTRUKTUREN UND AKTIONÄRSKATEGORIEN ... 584

1. Transaktionsstrukturen ... 584
1.1 Barangebot ... 584
1.2 Tauschangebot ... 584
1.3 Rückkauf eigener Aktien ... 585
1.4 Ausschüttung der Zielgesellschaft im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten ... 585
2. Aktionärskategorien ... 586

B. EINKOMMENS- UND GEWINNSTEUERN ... 588

1. Barofferten ... 588
1.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen ... 588
1.1.1 Der Grundsatz: Steuerfreiheit privater Kapitalgewinne ... 588
1.1.2 Besteuerung bei indirekter Teilliquidation ... 588
1.1.2.1 Verkauf einer Beteiligung von mindestens 20% ... 589
1.1.2.2 Verkauf in das Geschäftsvermögen einer natürlichen oder juristischen Person ... 590
1.1.2.3 Bestand von ausschüttungsfähigen Reserven und nicht betriebsnotwendigen Mitteln im Zeitpunkt des Verkaufs ... 590
1.1.2.4 Ausschüttung der vorbestehenden Reserven innert fünf Jahren ... 593
1.1.2.5 Mitwirkung des Verkäufers bei der Ausschüttung ... 595
1.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen ... 597
1.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz ... 597
1.3.1 Beteiligungsabzug ... 598
1.3.2 Steuerstatus ... 600
1.4 Ausländische Aktionäre ... 600
2. Tauschangebote ... 600
2.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen ... 600
2.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen ... 601
2.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz ... 602
2.4 Ausländische Aktionäre ... 603
3. Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft ... 603
3.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen ... 603
3.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen ... 605
3.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz ... 606
3.4 Ausländische Aktionäre ... 607
4. Wechselbeziehung zwischen Transaktionsstruktur und Besteuerung der einzelnen Aktionärskategorien ... 607
5. Offenlegung der Steuerfolgen im Angebotsprospekt ... 609

C. VERRECHNUNGSSTEUERN BEI ÖFFENTLICHEN ANGEBOTEN ... 610

1. Bar- und Tauschangebote ... 610
2. Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft ... 611
2.1 Besteuerung als Teilliquidation ... 611
2.2 Ausnahmen von der Besteuerung ... 611
2.3 Die Abgabe von Put-Optionen ... 613
3. Rückforderung der Verrechnungssteuer ... 613

D. STEMPELSTEUERN ... 615

1. Umsatzabgabe 615
1.1 Barangebote 615
1.2 Tauschangebote 615
1.3 Rückkauf eigener Aktien 616
2. Emissionsabgabe 616
2.1 Barangebote 617
2.2 Tauschangebote 617

E. DIE STEUERLICHE BEHANDLUNG DER FUSION 618
1. Einkommens- und Ertragssteuern bei den Aktionären 618
1.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen 618
1.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen 620
1.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz 621
2. Ertragsbesteuerung der beteiligten Gesellschaften 621
3. Verrechnungssteuer 622
4. Umsatzabgabe 624
5. Emissionsabgabe 624

Literaturverzeichnis 624

Abkürzungen:

ABV	Aktionärbindungsvertrag
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds
AFV	Verordnung über die Anlagefonds
AG	Die Aktiengesellschaft, Köln
AJP	Aktuelle Juristische Praxis, Lachen
Amtl.Bull. N	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung / Nationalrat
Amtl.Bull. S	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung / Ständerat
ASA	Archiv für Abgaberecht, Bern
BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (SR 952.02)
BBI	Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (SR 954.1)
BEHV	Verordnung über den Börsen- und Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (SR 954.11)
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börse und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997 (SR 954.193), gültig bis 31.12.2008
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel vom 25.10.2008 (SR 954.1), in Kraft getreten 1.1.2009
BEX	Berne Exchange
BGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtes
BJM	Basler Juristische Meldungen, Basel
BK	Berner Kommentar
BSK	Basler Kommentar
BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (SR 101)
CHF	Schweizer Franken

DBG	Bundesgesetz über die direkten Bundessteuern vom 14. Dezember 1990 (SR 642.11)
Diss.	Dissertation
EBK	Eidgenössische Bankenkommission (per 1.1.2009 in FINMA aufgegangen)
EU	Europäische Union
FINMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz vom 22. Juni 2007 (SR 956.1)
FN	Fussnote
FS	Festschrift
GestG	Bundesgesetz über den Gerichtsstand vom 24. März 2000 (SR 272)
Habil.	Habilitationsschrift
Hrsg.	Herausgeber
IFLR	International Financial Law Review, London
IPRG	Bundesgesetz über das internationale Privatrecht vom 18. Dezember 1987 (SR 291)
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (SR 951.31)
KR	Kotierungsreglement der SWX
N	Note
NAV	Net Asset Value
OLS	Offenlegungsstelle
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Zivilgesetzbuches, Fünfter Teil: Obligationenrecht vom 30. März 1911 (SR 220)
PS	Partizipationsschein(e)
R-UEK	Reglement der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997 (Reglement-UEK; SR 954.195.2)
SchKG	Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SR 281.1)
SchlB	Schlussbestimmung
SchlT	Schlusstitel
SEC	Securities Exchange Commission, Washington D.C.
SIX	Swiss Exchange (bis 30.9.2008 SWX)

SJZ	Schweizerische Juristenzeitung, Zürich
SMI	Swiss Market Index
SPI	Swiss Performance Index
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts
ST	Schweizer Treuhänder, Zürich
StG	Bundesgesetz über die Stempelabgabe vom 27. Juni 1973 (SR 641.10)
StHG	Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern vom 14. Dezember 1990 (SR 642.14)
STR	Steuer Revue, Muri bei Bern
SWX	Swiss Exchange (ab 1.10.2008 SIX)
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Zürich
UEK	Übernahmekommission
UEV-UEK	Verordnung der UEK über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (Übernahmeverordnung-UEK)
VStG	Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965 (SR 642.21)
VStrR	Bundesgesetz über das Verwaltungs-Strafverfahren vom 22. März 1974 (SR 313.0)
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (SR 172.021)
WuR	Wirtschaft und Recht, Zürich
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins, Bern
ZGB	Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (SR 210)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Berlin
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, Heidelberg
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Köln
ZK	Zürcher Kommentar
ZR	Blätter für Zürcherische Rechtssprechung, Zürich
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht, Basel

Literaturverzeichnis

Adams, Michael	Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Missbrauch, in: AG 34,1989, No. 10, 333–338
Agner, Peter / Jung, Beat / Steinmann, Gotthard	Kommentar zum Gesetz über die direkte Bundessteuer, Zürich 1995
Agner, Peter / Digeronimo, Angelo / Neuhaus, Hans-Jürg / Steinmann, Gotthard	Kommentar zum Gesetz über die direkte Bundessteuer, Ergänzungsband, Zürich 2000
von Ah, Julia	Die Kapitalherabsetzung von Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 2001
Amrein, Philipp	Öffentliche Übernahmeangebote aus Sicht der Prüfstelle, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 49 ff.
Amstutz, Max D.	Stärken und Schwächen des „Swiss Code of best practice for corporate governance“ bei der Bekämpfung exzessiver Manager-Entschädigungen, in Vogt, Nedim P. / Stupp, Eric / Dubs, Dieter (Hrsg.), FS Rolf Watter Zürich 2008, S. 1 ff.
Aregger, Thomas	Vorausgegangener Erwerb und Best Price Rule, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich, 2005, S. 91 ff.
Aregger, Thomas / Margiotta, Adriano	Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2004, S. 286 ff.
Athanas, Peter	Die Betriebsstätte bzw. die feste Einrichtung, in: Höhn, Ernst (Hrsg.), Handbuch des internationalen Steuerrechts der Schweiz, 2. Aufl., Bern/Stuttgart/ Wien 1993, S. 206 ff.
Bachmann, Raoul-Philip	Mehrstufige Übernahmen schweizerischer Publikumsgesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der Zielaktionäre, Diss. Zürich 1992

Bahar, Rashid	Executive Compensation: Is disclosure enough?, in: Thévenoz, Luc / Bahar, Rashid (Hrsg.), Conflicts of Interest, Zurich 2007, S. 85 ff.
Bahar, Rashid	Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions – une approche systématique, Diss. Genf, Genf/Zürich/Basel 2004
Baker & McKenzie (Hrsg.)	Fusionsgesetz, Stämpflis Handkommentar, Bern 2003
Baker & McKenzie (Hrsg.)	Recht der kollektiven Kapitalanlage, Bern 2007
von Ballmoos, Thomas	Art. 23, Abs. 3 VE Fusionsgesetz – Ein problematischer Schritt in Richtung eines allgemeinen Rechts zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre, SJZ 1999, S. 113 ff.
von Ballmoos, Thomas	Nochmals zum Kotierungsbegriff gemäss Aktien- und Börsenrecht, SJZ 1997, S. 345 ff.
Bauen, Marc / Bernet, Robert	Schweizerische Aktiengesellschaft, Zürich 2007
Bebchuk, Lucian Arye	Comment – The case for facilitating competing tender offers, in: Harvard Law Review 95 (1982), No. 5, S. 1028–1056
Bebchuk, Lucian Arye	The case for facilitating competing tender offers: A last (?) reply in: Journal of Law, Economies, and organization 2 (1986), No. 2, S. 253–271
Bebchuk, Lucian Arye	Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers, in: Harvard Law Review 98 (1985), No. 8, S. 1693–1808
Berckovitch, Elazar / Narayanan, M.P.	Motives for takeovers: An empirical investigation, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis 28 (1993), No. 3, S. 347–362
Berglöf, Erik / Burkart, Mike	European takeover regulation, in: Economic Policy, April 2003, S. 171–213
Bergstresser, Daniel / Philippon, Thomas	CEO Incentives and Earnings Management, Journal of Financial Economics 2006, S. 511

Berle, Adolf A. / Means, Gardiner C.	The modern corporation and private property, New York 1932
Bernet, Robert	Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz, Diss. Basel, Bern 1998
Bernet, Robert	Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG) – Eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen, Abhandlungen zum schweizerischen Recht, Heft 614, Bern, zugl. Diss. Basel 1998
Bertschinger, Urs	Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 1997, S. 283 ff. (1997a)
Bertschinger, Urs	Repurchase Agreements – ein neues Geldmarktgeschäft, AJP 1997, S. 466 ff. (1997b)
Bertschinger, Urs	Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen, SJZ 1998, S. 329 ff.
Betschart, Philipp	Steueraspekte beim Squeeze-out von Minderheitsaktionären, StR 2006, S. 90 ff.
Bilek, Eva / von der Crone, Hans Caspar	Anspruch auf Due Diligence aufgrund der übernahmerechtlichen Gleichbehandlungspflicht, SZW 2007, S. 403 ff.
Biswas, Rita / Fraser, Donald R. / Mahajan, Arvind	The international market for corporate control: Evidence from acquisitions of financial firms, in: Global Finance Journal 8 (1997), No. 1, 33–54
Blaas, Sonja / Barraud, Jérôme	Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2008, S. 335 f.
Bloch, Olivier	La clause d'opting out: Clause virtuelle du droit suisse? SZW 2005, S. 293 ff.
Blumenstein, Ernst / Locher, Peter	System des Steuerrechts, 6. Aufl., Zürich 2002

Böckli, Peter	Ad-hoc-Publizität und Insiderstrafnorm: Nach- und Feinschliff für das Informationsrecht des Kapitalmarktes, in: Bühler, Christoph B. (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern/Stuttgart/Wien 2003, S. 87 ff.
Böckli, Peter	Fusions- und Spaltungssteuerrecht: Gelöste und ungelöste Probleme, ASA 1998, S. 1 ff. (1998a)
Böckli, Peter	Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004
Böckli, Peter	Zum Börsengesetz von 1995: Neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 1998, S. 225 ff. (1998b)
Böckli, Peter / Bühler, Christoph B.	Rechtliche Grenzen einer Selbstbehinderung bei der Aktiengesellschaft durch ihre Statuten, in Vogt, Nedim P. / Stupp, Eric / Dubs, Dieter (Hrsg.), Liber Amicorum, Rolf Watter Zürich 2008, S. 37 ff.
Böckli, Peter / Bühler, Christoph B.	Vorab-Informationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 2005, S. 101 ff.
Böckli, Peter / Huguenin, Claire / Dessemontet, François	Expertenbericht der Arbeitsgruppe „Corporate Governance“ zur Teilrevision des Aktienrechts vom 30. September 2003, Bundesamt für Justiz (Hrsg.), Bern 2003
Boemle, Max / Gsell, Max / Jetzer, Jean-Pierre / Nyffeler, Paul / Thalmann, Christian	Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002
Böni, Pascal	Europäische Corporate Governance und die Bedeutung internationaler Transparenzvorschriften betreffend die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung für kotierte Schweizer Unternehmen, in: Baudenbacher, Carl (Hrsg.), Aktuelle Entwicklung des europäischen und internationalen Wirtschaftsrechts, Basel 2007, S. 1 ff.
Bohrer, Andreas	Corporate Governance – Eine Standortbestimmung, ST 2005, S. 1005 (2005a)

Bohrer, Andreas	Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland, Zürich 2005 (2005b)
Bohrer, Andreas	Unfriendly Takeovers – Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem kapitalmarkt- und Aktienrecht, Diss. Zürich 1997
Bohrer, Andreas / Kubli, Andreas	Mandatory Offer or Opting-out?, ST 1998, S. 907 ff.
Borner, Harald	Die Regulierung des Kapitalmarktes im Lichte der mikroökonomischen Theorie der Firma – unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Takeover-Marktes, Diss. St. Gallen 1997
Borner, Harald.	Die Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes, ZSR 1998, S. 263 ff.
Bradly, Michael / Desai, Anand / Han, Kim E.	Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, in: Journal of Financial Economics 21 (1988), 3–40
Brechbühl, Beat	Goldene Fallschirme oder silberne Brücken?, SJZ 2004, S. 32 ff.
Brechbühl, Beat / Hurni, Christoph	Gesellschaftsinteresse im Übernahmekampf, AJP 2005, S. 1547 ff.
Broussard, John Paul / Buchenroth, Sheree H. / Pilotte, Eugene A.	CEO Incentives, cashflow and investments, Financial management 2004, No. 2, S. 51 ff.
Brügger, Urs	Transparenz im Aktionariat von Publikumsgesellschaften: Der tatsächliche Aktionär ist und bleibt oft ein Phantom, in Vogt, Nedim P. / Stupp, Eric / Dubs, Dieter (Hrsg.), Liber Amicorum, Rolf Watter Zürich 2008, S. 83 ff.
Brügger, Urs / Dubs, Dieter	Zum internationalen Anwendungsbereich der börsenrechtlichen Übernahmeordnung bei freiwilligen Übernahmeangeboten, SZW 2000, S. 69 ff.

Brunhart, Hans	Anforderungsprofil des Verwaltungsrates, ST 2006, S. 904 ff.
Bucher, Philippe / Bucher, Markus H.	Fairness Opinion im Wandel, ST 2005, S. 155 ff.
Büchi, Raffael	Erstmalige Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft, AJP 2005, S. 496 ff.
Bühler, Christoph B.	Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU, Veröffentlichungen aus dem Nachdiplomstudium Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich und dem Europa Institut Zürich (2002), Band 21, Zürich 2003
von Büren, Roland / Bähler, Thomas	Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 1996, S. 391 ff.
Cagianut, Francis / Höhn, Ernst	Unternehmungssteuerrecht, 3. Aufl., Bern/Stuttgart/ Wien 1993.
Campa, José Manuel / Hernando, Ignacio	Shareholder value creation in European M&As, in: European Financial Management 10 (2004), No. 1, S. 47–81
Cereghetti, Leonardo	Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen im schweizerischen Recht, Diss. St. Gallen, Chur/Zürich 1995
Chabloz, Isabelle	Les clauses d'Opting-out selectives, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 115 ff.
Chatterjee, Sayan	Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring-implications for target and bidder firms, in: Strategic Management Journal 13 (1992), No. 4, S. 267–286
Coffee, John C.	Regulating the market for corporate control: A critical assessment of the tender offer's role in corporate governance, in: Columbia Law Review 84 (1984), S. 1145–1296

Contratto, Franca	Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Diss. Freiburg, Zürich 2006
Coughlan, Anthony / Schmidt, R.	Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation, Journal of Accounting and Economics 1986, S. 43–46
Counningham, Lawrence	From random walks to chaotic crashes: The linear genealogy of the efficient capital market hypothesis, Boston College Law School Public Law and Legal Theory Research Paper Series, Research Paper No. 2000/7
von der Crone, Hans Caspar	Angebotspflicht, SZW Sondernummer 1997, S. 44 ff. (1997a)
von der Crone, Hans Caspar	Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaft, ZBJV 133 (1997), S. 73 ff. (1997b)
von der Crone, Hans Caspar	Kontrolltransaktionen im Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, in: Walder, Hans Ulrich / Jaag, Tobias / Zobl, Dieter (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, S. 29 ff.
von der Crone, Hans Caspar	Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, in: Nobel, Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1995, Bd. 3, S. 63 ff.
von der Crone, Hans Caspar	Neue Entwicklungen im Bereich des Übernahmerechts, in: Weber, Rolf H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 229 ff. (2000a)
von der Crone, Hans Caspar	Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: Zobl, Dieter (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechtes, SSBR 37, Zürich 1996, S. 37 ff.
von der Crone, Hans Caspar	Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: Schweizerische

	Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 1 ff.
von der Crone, Hans Caspar	Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich 2000, S. 157 ff. (2000b)
von der Crone, Hans Caspar	Verantwortlichkeit, Anreiz und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 2000, S. 272 ff. (2000c)
von der Crone, Hans Caspar / Antonio, Carbonara / Marolda Martinez, Larissa	Corporate Governance und Führungsorganisation in der Aktiengesellschaft, SJZ 2004, S. 405 (2004a)
von der Crone, Hans Caspar / Beyeler, Karin / Dédeyan, Daniel	Stakeholder im Aktienrecht, ZSR 2003, S. 409 ff.
von der Crone, Hans Caspar / Bilek, Eva / Hirschle, Matthias	Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 2008, S. 1 ff.
von der Crone, Hans Caspar / Gerspach, Andreas / Kessler, Franz J. / Dietrich, Martin / Berlinger, Katja	Das Fusionsgesetz, Zürich 2004; F. Vischer (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, Zürich 2004 (2004b)
von der Crone, Hans Caspar / Iffland, Jacques / Wey, Renate	Aktuelle Fragen des Übernahmerechtes, in: Nobel, Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 2001, S. 105 ff.
Daeniker, Daniel / Roberto, Vito	Pro & Contra Haftung für Ad-hoc Publizität, GesKR 2006, S. 139 ff.
Daeniker, Daniel	Die zwei Hüte des Verwaltungsrates: Handhabung von Interessenkonflikten bei M&A-Transaktionen, in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers and Acquisitions VII, (2005), S. 113 ff.
Datta, Deepak K. / Puia, George	Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms, in: Management

	International Review 35 (1995), No. 4, S. 337–359
Davies, Gerald F. / Diekmann, Cristina A. / Tinsley, Catherine H.	The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form, in: American Sociological Review 59 (1994), No. 4, S. 547–570
Davies, Gerald F. / Stout, Suzanne K.	Organization theory and the market for corporate control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980–1990, in: Administrative Science Quarterly 37 (1992), No. 4, S. 605–633
Davies, Paul L.	Defensive measures: The Anglo-American approach – The regulation of defensive tactics in the United Kingdom and the United States, in: Hopt, Klaus J. / Wymeersch, Eddy (Hrsg.), European takeovers – Law and practice, London 1992, S. 195–216
de Beer, Alexander I.	Fairness und Transparenz durch Ad-hoc-Publizität, ST 1998, S. 35 ff.
Dickerson, Andrew P. / Gibson, Heather D. / Tsakalotos, Euclid	Takeover risk and dividend strategy: A study of UK firms, in: Journal of Industrial Economics 46 (1998), No. 3, S. 281–300
Dickerson, Andrew P. / Gibson, Heather D. / Tsakalotos, Euclid	Takeover risk and the market for corporate control: The experience of British firms in the 1970s and 1980s, in: International Journal of Industrial Organization 20 (2002), S. 1167–1195
Dietzi, Hanspeter / Latour, Sandra	Schweizerisches Börsenrecht: ein Grundriss mit ausgewählten Ausführungserlassen, Basel 2001
Donatsch, Andreas / Tag, Brigitte	Strafrecht I, 8. Aufl., Zürich 2006
Druey, Jean Nicolas	Die Meldepflicht, SZW, Sondernummer 1997, S. 36 ff.
Dubs, Dieter	„Genehmigtes Kapital“ als Abwehrmassnahme, GesKR 2006, S. 43 ff.
Dubs, Dieter / Gasser, Urs	Zur (Un-)Zulässigkeit einer befristeten und individualisierten Opting-out-Klausel gemäss Börsengesetz,

	SZW 2001, S. 88 ff.
Duss, Marco	Rechtliche und steuerliche Probleme bei Kapitalherabsetzungen von Publikumsgesellschaften durch Rückkauf eigener Aktien, StR 1997, S. 335 ff.
Early, Stewart	Mergers and acquisitions: New McKinsey research challenges conventional M&A wisdom, in: Strategy and Leadership 32, 2004, No. 2, S. 4–11
Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.	The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge/London 1998
Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R.	The proper role of a target's management in responding to a tender offer, in: Harvard Law Review 94 (1981), No. 6, S. 1161–1204
Economiesuisse	Swiss code of Best Practice for Corporate Governance, Juli 2002 http://www.economiesuisse.ch/d/webexplorer.cfm?id=274&tlid=1
Economiesuisse	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Zürich 2007
Eggen, Mirjam	Auslegung und Lückenfüllung im Recht der öffentlichen Übernahmen, GesKR 2007, S. 398 ff.
Eggen, Mirjam	Das Verhältnis der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG zum Fusions- und Kartellgesetz, Diss. Bern 2007 (2007a)
Eisenberg, Melvin Aron	The structure of corporation law, in: Columbia Law Review 89 (1989), S. 1461–1525
Epper, Nina	Die freundliche öffentliche Übernahme, Diss. Bern 2008
Fama, Eugene F.	Agency problems and the theory of the firm, in: Journal of Political Economy 88 (1980), No. 2, S. 288–307
Fama, Eugene F.	Efficient Capital Markets, a Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance 1970, S. 383 ff.

Fama, Eugene F.	Separation of ownership and control, in: Journal of Law and Economics 26 (1983), S. 301–325
Feldmann, Matthias	L'obligation de présenter une offre publique d'acquisition à la suite d'une prise de contrôle, Aachen 1999
Ferrarini, Guido	Corporate Ownership and Control, OECD (Hrsg.), Company Law Reform in OECD countries, comparative outlook of current trends 2001
Ferrillo, Paul A. / Dunbar, Frederick C. / Tabak, David	The „Less Than" Efficient Capital Market Hypothesis: requiring more proof from plaintiffs in fraud-on-the-market cases, St. John's Law Review 2004, S. 81 ff.
Filli, Alexander	Die Besteuerung der Kapitalgewinne im Spannungsfeld der realfiskalischen Gegebenheiten, ASA 66 (1997), S. 433 ff.
Fischel, Daniel R.	Efficient Capital Markets, The crash, and the fraud on the market theory, Cornwall Law Review, 1989, S. 907 ff.; Ruffner, S. 369 ff.
Fischel, Daniel R.	Efficient Capital Market Theory, the market for corporate control and the regulation of cash tender offers, Texas Law Review, 1978, S. 1 ff.
von Fischer, Marie	Die Ad-hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, Bern 1999 (zit. Ad-hoc-Publizität)
Forstmoser, Peter	Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung?, in: Kiesow, Rainer M. / Ogorek, Regina / Simitis, Spiros (Hrsg.), FS Dieter Simon, Frankfurt 2005, S. 210 ff.;
Forstmoser, Peter / Meier-Hayoz, Arthur / Nobel, Peter	Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996
Fotiou, Georgia	Informationsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. Zürich, München 2004
Franks, Julian / Mayer, Colin	Ownership and control of German corporations, in: Review of Financial Studies 14 (2001), No. 4, S. 943–

977

Frauenfelder, Jrena	Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG – Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext, Diss. Zürich 2001
Frei, Stephan N.	Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, ST 1996, S. 723 (1996a)
Frei, Stephan N.	Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, Bern 1996 (1996b)
Gantenbein, Pascal / Gehrig, Marco	Moderne Unternehmensbewertung, Bewertungsziel mit Methodenmix erreichen, ST 2007, S. 602 ff.
Gasser, Urs	Der Erwerb eigener Aktien – (k)ein Anwendungsfall des Börsengesellschaftsrechts?, AJP 1998, S. 663 ff.
Gehrer, Carole Lea	Abwehrmassnahmen bei unfreundlichen Übernahmeversuchen, ST 2002, S. 479 ff.
Gehrer, Carole Lea	Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen – Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 2003
Gerety, Mason / Hoi, Chun-keung / Robin, Ashok	Do shareholders benefit from the adoption of incentive pay for directors? Financial management 2001 No. 4, S. 45 ff.
Gerhard, Frank	Das virtuelle Übernahmeangebot, GesKR 2006, S. 216 ff.
Giger, Ernst	Der Erwerb eigener Aktien, Diss. Bern 1995
Giger, Ernst	Steuerfragen beim Erwerb eigener Aktien, ST 1998, S. 659 ff.
Gilson, Ronald J. / Kraakman, Reinier H.	The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, Harvard Law School, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, Paper No. 446, 2004

Gilson, Ronald J. / Kraakman, Reinier H.	The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review, 1984, S. 549 ff.
Glanzmann, Lukas	Die Kontinuität der Mitgliedschaft im neuen Fusionsgesetz, AJP 2004, S. 139 ff.
Glatthaar, Matthias	Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. Zürich 2007
Goergen, Marc / Renneboog, Luc	Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, in: European Financial Management 10 (2004), No. 1, S. 9–45
Goldstein, Don	Hostile takeovers as corporate governance? Evidence from the 1980s, in: Review of Political Economy 12 (2000), No. 4, 381-402
Gordon, J.N. / Kornhauser, L.A.	Efficient markets, grossly information and securities research, NJU Law Review 1985, S. 661 ff.
Gotschev, Georg	Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2005
Gotschev, Georg / Staub, Christian	Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Art. 33 Börsengesetz und durch squeeze out merger gemäss Fusionsgesetz, GesKR 2006, S. 265 ff.
Greter, Marco	Steuerliche Folgen der Kraftloserklärung gemäss Art. 33 Börsengesetz, SZW 1998, S. 48 ff.
Groner, Roger	Barabfindungsfusion (Cash-out Merger) SJZ 2003, S. 393 ff. (2003a)
Groner, Roger	Corporate Governance – ein Zwischenfazit, in Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, FS von der Crone, Zürich 2007, S. 279 ff.
Groner, Roger	Erwerb eigener Aktien, Diss. Basel 2003 (2003b)
Groner, Roger / Meier, Peter E.	Aktienrückkäufe und Kursbeeinflussung, SZW 2002, S. 279 ff.

Gruber, Marco	Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Diss. Freiburg, Zürich 1996
Gutzwiller, Peter Max / Schleiffer, Patrick	Offenlegung von Beteiligungen im Falle eines Trusts (Trustees) als Aktionär, GesKR 2007, S. 61 ff.
Gysi, Markus	Break Fee – Vereinbarungen bei Unternehmensübernahmen, Jusletter 29. Oktober 2007
Häfelin, Ulrich / Müller, Georg / Uhlmann, Felix	Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl., Zürich 2006
Hallauer, Philip / Watter, Rolf	Das neue Transparenzgesetz, ST 2007, S. 582 ff.
Hangartner, Yvo / Kley, Andreas	Die demokratischen Rechte in Bund und Kantonen der schweizerischen Eidgenossenschaft, Zürich 2000
Harris, Christopher Andrew	Informing offeree shareholders: comparative analysis of the circulars issued in England and Switzerland by the offeree board of directors in response to a hostile takeover offer, Diss, St. Gallen 2005
Härtig, Gerard / Meier-Schatz, Christian / Roth, Robert / Roth, Urs / Zobl, Dieter (Hrsg.)	Kommentar zum Bundesgesetz über den Börsen- und Effektenhandel, Zürich 2000
Helbling, Christof	Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen in der Schweiz, 2. Aufl., Zürich 2003
Henckel-Donnersmarck, Heinrich	Entwicklung des Börsenrechts, in: Nobel, Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1999, S. 157 ff.
Hermann, Edwards S. / Lowenstein, Louis	The efficiency effects of hostile takeovers, in: Coffee, John C. / Lowenstein, Louis / Rose-Ackermann, Susan (Hrsg.), Knights, raiders, and targets, New York 1988, S. 211–240
Higson, Chris / Elliott, Jamie	Post-takeover returns: The UK evidence, in: Journal of Empirical Finance 5 (1998), No. 1, S. 27–46

Hirsch, Alain	Le Droit des OPA, in: Margelisch, Claude-Alain / Winzeler, Christoph (Hrsg.), Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, Festgabe für Jean-Paul Chappuis, Zürich 1998, S. 39 ff.
Hirsch, Alain	Loi sur les bourses: l'annonce des participations importantes, in: L. Thévenoz (Hrsg.), Journée 1996 de droit bancaire et financier, Bern 1996, S. 75 ff.
Hirsch, Alain	The Swiss Takeover Board in: SZW Sondernummer 1997, S. 71 ff.
Hitt, Michael A. / Hoskisson, Robert E. / Ireland, R. Duane / Harrison, Jeffrey S.	Effects of acquisitions on R&D inputs and outputs, in: Academy of Management Journal 34 (1991, No. 3, S. 693–706)
Högfeldt, Peter / Högholm, Kenneth	A law and finance theory of strategic blocking and preemptive bidding in takeovers, in: Journal of Corporate Finance 6 (2000), S. 403–425
Höhn, Ernst / Waldburger Robert	Steuerrecht 1. Band, 9. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 2001
Höhn, Ernst / Waldburger, Robert	Steuerrecht, 2. Band, 9. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 2002
Höhn, Jakob	„Acting in Concert" im Schweizerischen Übernahmerecht: Die Begriffe „Handeln in gemeinsamer Absprache" und „Organisierte Gruppe", in Zindel, Gaudenz G. / Peyer, Patrik R. / Schott, Bertrand, F. (Hrsg.), FS Peter Forstmoser Zürich 2008, S. 23 ff.
Hofstetter, Karl	Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 1996, S. 222 ff.
Hofstetter, Karl	Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien durch börsenkotierte Gesellschaften, in: Festschrift Rolf Bär, Bern 1998, S. 144 ff. (1998a)
Hofstetter, Karl	Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien durch börsenkotierte Gesellschaften, in: Von Büren, Roland (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz

	– zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, S. 135 ff. (1998b)
Hofstetter, Karl	Gruppentatbestände im Börsengesellschaftsrecht, SZW 1998, S. 285 ff. (1998c)
Honsell, Heinrich / Vogt, Nedim Peter / Wiegand, Wolfgang (Hrsg.)	Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 4. Aufl., Basel/Genf/München 2007
Honsell, Heinrich / Vogt, Nedim Peter / Watter, Rolf (Hrsg.)	Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, 2. Aufl., Basel/Genf/München 2002
Hopt, Klaus J.	Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa? – Überlegungen zum Einfluss der Wertpapiermärkte auf Unternehmen und ihre Regulierung und zum Zusammenwachsen von common law and civil law im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: ZGR 6/2000, S. 779–818
Hsu, Peter	Ad-hoc-Publizität, Diss. Zürich 2000
Huang, Yen-Sheng / Walkling, Ralph A.	Target abnormal returns associated with acquisition announcements – Payment, acquisition form, and managerial resistance, in: Journal of Financial Economics 19 (1987), 329-349
Huber, Andrea	Revidierte Regelung im Bereich der Ad-hoc-Publizität, in: Jusletter 14. März 2005
Huber, Andrea / Gruber, Michael	Ad hoc-Publizität: Gleichbehandlung im Kapitalmarkt, in: Jusletter vom 27. Juni 2005
Huber, Felix M. / Hodel, Peter / Staub Gierow, Christopher	Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX, Swiss Exchange, Zürich 2004
Huguenin, Claire	Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich 1994

Hünerwadel, Andreas	Die gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Hauptaktionärs beim Kontrollverkauf einer privaten Aktiengesellschaft, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 162, zugl. Diss. Zürich 1995
Iffland, Jacques	Aperçu de la pratique et de la jurisprudence administratives récentes, in: Tévenoz, Luc / Bovet, Christian (Hrsg.), Journée 2000 de droît bancaire et financier, Bern 2001, S. 177 ff.
Iffland, Jacques	Groupes et action de concert dans la loi sur les bourses, in: Thévenoz, Luc / Bovet, Christian (Hrsg.), Journée 2003 du droit bancaire et financier, Zürich 2004, S. 143 ff.
Iffland, Jacques	Recent Developments in Securities Regulation, SZW 1999, S. 145 ff.
Iffland, Jacques	Secret suisse stake-building with CFDs, professional investor, December 2006 / January 2007, S. 20 ff.
Iffland, Jacques / Gilliard, Nadja	Les nouvelles règles en matière de publicité des participations importantes, GESKR 2007, S. 365 ff.
Iffland, Jacques / Vaisy, Julie	Développements récentes du droit Suisse des marchés financiers, SZW 2000, S. 127 ff.
Immenga, Ulrich	Öffentliche Übernahmeangebote, in: Kreuzer, Karl (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Baden-Baden 1992, S. 11–34
Isler, Peter	Break-up Fee bei Unternehmenszusammenschlüssen, in Vogt, Nedim Peter / Zobl, Dieter (Hrsg.), Der Allgemeine Teil und das Ganze, Liber Amicorum für Hermann Schulin, Basel/Genf/München 2002, S. 83 ff.
Isler, Peter	Letter of Intent, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, S. 1 ff.
Isler, Peter	Sorgfalt und Haftung des Verwaltungsrates, in: Weber, Rolf H. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich/Basel/Genf 2003, S. 1 ff.

Isler, Peter R. / Haas, Philipp	Securities Lending und Stimmrecht in Vogt, Nedim P. / Stupp, Eric / Dubs, Dieter (Hrsg.), Liber Amicorum, Rolf Watter Zürich 2008, S. 211 ff.
Jacobs, Michael T.	Short-term America – The causes and cures of our business myopia, Boston 1991
Jaussi, Thomas	Die Fristenregelung beim Erwerb eigener Beteiligungsrechte, StR 2002, S. 294 ff.
Jenkinson, Tim / Mayer, Colin	Hostile takeovers – Defence, attach and corporate governance, McGraw-Hill, London 1994
Jensen, Michael C.	Self Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory, Journal of applied corporate finance 1994 No. 2, S. 40 ff.
Jensen, Michael C.	Some Anomalous Evidence regarding market efficiency, Journal of Financial Economics, 1978, S. 95 ff.
Jensen, Michael C.	The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, in: Journal of Finance 48 (1993), S. 831–880
Jensen, Michael C.	Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics 3 (1976), S. 305–360
Jensen, Michael C. / Meckling, William H.	Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency costs and Ownership structure, verwendeter Nachdruck in Jensen, Michael C., Foundations of organisational strategy, Boston 1998
Jiraporn, Pornsit / Kim, Joung Sang / Davidson, Wallace N.	CEO Compensation, Shareholder rights, and Corporate Governance: Empirical investigation, Journal of Economics and Finance 2005, S. 242 ff.
Jung, Marcel R.	Steuerneutraler Anteilstausch im neuen Umstrukturierungsrecht, StR 2005, S. 396 ff.
Jutzi, Thomas	Verwaltungsratsausschüsse im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Bern 2008
Kaserer, Christoph /	Strukturelle Defizite Aktienkurs-orientierter Manage-

Knoll, Leonhard	mentvergütung in der Schweiz, Die Unternehmung 2002, S. 129 ff.
Kennedy, V.A. / Limmack, R.J.	Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control, in: Journal of Business Finance & Accounting 23 (1996), No. 2, 267-285.
Kistler, Pascal M.	Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflicht durch Aktionärsgruppen, Diss. Zürich 2001
Kläy, Hanspeter	Die Vinkulierung, Basel/Frankfurt a.M. 1997
Köpfli, Christian	Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot, SJZ 1998, S. 53 ff.
Köpfli, Christian	Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich, Zürich 2000
Krneta, Georg	Praxiskommentar Verwaltungsrat, 2. Aufl., Bern 2005
Kronenberg, Michael	Der helvetische Unternehmenskontrollmarkt, Diss. St. Gallen 2005
Küng, Manfred / Huber, Felix M. / Kuster, Matthias	Kommentar zum Börsengesetz, Zürich 1998
Kunz, Peter V.	Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in Vogt, Nedim P. / Stupp, Eric / Dubs Dieter (Hrsg.), Liber Amicorum, Rolf Watter Zürich 2008, S. 229 (2008a)
Kunz, Peter V.	Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung, Kramer, Ernst A. / Nobel, Peter / Waldburger, Robert (Hrsg.), Festschrift Peter Böckli, Zürich 2006, S. 472 ff.
Kunz, Peter V.	Das Einführungsrecht für GV sowie weitere Aktionärsrechte zwischen Hammer und Amboss von Management-Willkür und Rechtsunsicherheit, in Jusletter

	19. November 2007
Kunz, Peter V.	Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001
Kunz, Peter V.	Die Stimmrechtssuspendierungsklage im revidierten Börsengesetz, SZW 2008, S. 280 ff. (2008b)
Kunz, Peter V.	Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage, SZW 1999, S. 181 ff.
Kunz, Roger M.	Der Trend zur Einheitsaktie, ST 1995, S. 643 ff.
Kurer, Peter	Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 159 ff.
Kurer, Peter	M&A – eine kleine rechtshistorische Untersuchung, in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 213 ff.
Kuy, André	Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf, eine aktienrechtliche Analyse der Verteidigungsmassnahmen der Zielgesellschaft, Diss. Zürich 1989
Lambert, Claude A.	Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1992
Lanz, Martin / Gruber Michael	Due Diligence bei öffentlichen Übernahmeangeboten, GesKR 2007, S. 288 ff.
La Porta, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert	Investor protection and corporate valuation, in: Journal of Finance 57 (2002), S. 1147–1170
Lässer, Matti	Stellung des Aktionärs im Übernahmeverfahren von der Übernahmekommission und der Bankenkommission, SZW 2008, S. 356
Lengauer, Daniel	Die Rolle der Prüfstelle bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, S. 19 ff.

Lengauer, Daniel / Utzinger, Beat / Morf, Cathrine	Going Private – rechtliche und steuerliche Aspekte, ST 2003, S. 277
Leu, Jürg	Die Rechtswidrigkeit von Informationsmängeln in der Ad-hoc-Publizität nach dem Kotierungsreglement der Schweizer Börse, Diss. St. Gallen, Bamberg 2002
Leuenberger, Matthias A.	Die Anonymität des Inhaberaktionärs, Diss. Bern 1996
Limmack, Robin J.	Takeovers as a disciplinary mechanism?, in: Cooper, Cary / Gregory, Alan (Hrsg.), Advances in mergers and acquisitions, New York 2000, S. 93–118
Lüchinger, Stefan	Ad-hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen – Ausgewählte Aspekte, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, S. 233 ff.
Lütolf, Philipp / Kunz, Roger M.	Aktienrückkäufe in der Schweiz, ST 2005, S. 280 ff.
Lütolf, Sandra / Schindler, Benjamin	Ausgewählte Probleme der Strafbestimmungen des Börsengesetzes, SZW 1998, S. 134 ff.
Malkiel, Burton G.	The efficient market hypothesis and its critics, in: Journal of Economic Perspectives 17 (2003), No. 1, S. 59–82
Manne, Henry G.	Mergers and the market of corporate control, in: Journal of Political Economy 73 (1965), No. 2, S. 110–120
Margiotta, Adriano	Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2006, S. 219 ff.
Margiotta, Adriano	Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2007, S. 244
Margiotta, Adriano	Interessenkonflikte des Verwaltungsrates im Rahmen öffentlicher Übernahmeangebote, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Ü-

	bernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 131 ff.
Margiotta, Adriano / Chabloz, Isabelle	Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2005, S. 199 ff.
Marolda Martínez, Larissa	Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2006
Mehran, Hamid	Executive Compensation, Ownership, and firm performance, Journal of Financial Economics 1995, S. 163 ff.
Meier-Hayoz, Arthur / Forstmoser, Peter	Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Bern 2007, 10. Aufl.
Meier-Schatz, Christian	Besprechung des Entscheides der Regulierungskommission, SZW 1995, S. 190 ff.
Meier-Schatz, Christian	Debatte II: Die wirtschaftlichen Wirkungen der öffentlichen Übernahmeangebote, in: Dufour, Alfred / Hertig, Gérard (Hrsg.), Kolloquium: Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Schweizerische Beiträge zum Europarecht, Vol. 36, Lausanne 1990, S. 77–102
Meier-Schatz, Christian	Managermacht und Marktkontrolle – Bemerkungen zur amerikanischen Debatte um Übernahmeangebot und Markt für Unternehmenskontrolle, in: ZHR 149 (1985), S. 76–108
Meier-Schatz, Christian	Meldepflichten und Übernahmeangebote: Gedanken zu den neuen Ausführungsverordnungen, AJP 1998, S. 48 ff.
Meier-Schatz, Christian	Offenlegung von Beteiligungen /Öffentliche Kaufangebote, in: Meier-Schatz, Christian (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 39 ff.
Meier-Schatz, Christian	Unternehmenszusammenschlüsse mittels Übernahmeangebot – Ein rechtlicher Problemabriss aus amerikanischer Sicht, in: WuR 39 (1987), S. 16 ff.

Meier-Schatz, Christian / Gasser, Urs	Analyse der Praxis der UEK, in: Weber, Rolf H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 139 ff. (2000a)
Meier-Schatz, Christian / Gasser, Urs	Zum räumlichen Anwendungsbereich der Übernahmeregeln – Eine Kurzreplik, SZW 2000, S. 121 ff. (2000b)
Mettier, Susanne	Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz, Diss. Zürich 1999
Miller, Frank L. / Boyer, Andrew	Selected Topics relating to the Impact of US law on Public Takeovers in Europe, in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, S. 61 ff.
Morck, Randall / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.	Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, in: Alan J. Auerbach (Hrsg.), Corporate takeovers: Causes and consequences, Chicago 1988, S. 101–129
Müller-Stewens, Günter	Akquisitionen und der Markt für Unternehmenskontrolle: Entwicklungstendenzen und Erfolgsfaktoren, in: Picot, Arnold / Nordmeyer, Andreas / Pribilla, Peter (Hrsg.), Management von Akquisitionen, Stuttgart 2000, S. 41–61 (2000a)
Müller-Stewens, Günter	Akquisition und der Markt für Unternehmenskontrolle, Student Business Review 2000, S. 12 ff. (2000b)
Nater, Marc Sven	Die Strafbestimmungen des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), Diss. Zürich 2001
Nobel, Peter	Aktien- und Börsenrecht: Vielfalt und Einhalt, SZW 2008, S. 175 (2008a)
Nobel, Peter	Börsengesellschaftsrecht?, in: von Büren, Roland (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, S. 301 ff. (1998a)
Nobel, Peter	Das Aktienrecht nicht vergewaltigen, in: Jusletter 26. November 2007

Nobel, Peter	Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2002 bis Mitte 2003, SZW 2003, S. 277 ff. (zit. 2002/2003).
Nobel, Peter	Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2003 bis Mitte 2004, SZW 2004, S. 376 ff. (2004a)
Nobel, Peter	Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2004 bis Mitte 2005, SZW 2005, S. 265 ff.
Nobel, Peter	Der Kernbestand des Börsengesetzes – Querbeziehungen zum Privatrecht, in: Nobel, Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Band 4/1995, Bern 1996, S. 97 ff.
Nobel, Peter	Die 13. Richtlinie der EU betreffend Übernahmeangebote im Vergleich zur schweizerischen Rechtsordnung, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, S. 29 ff.
Nobel, Peter	Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht – Eine erste Auslegeordnung, in: Druey, Jean Nicolas / Forstmoser, Peter (Hrsg.), Rechtsfragen um die Aktionärsbindungsverträge, Zürich 1998, S. 75 ff. (1998b)
Nobel, Peter	Querbezüge zwischen Aktienrecht und Börsengesetz, ST 1997, S. 63 ff.
Nobel, Peter	Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären in: Jusletter 4. Februar 2008 (2008b)
Nobel, Peter	Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Bern 2004 (2004b)
Nobel, Peter	Übernahme von Publikumsaktiengesellschaften, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions I, Zürich, 1999, S. 151 ff.
Nobel, Peter	Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission vom 19. September 2005 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten / mit Bemerkungen von Peter Nobel, SZW 2006, S. 146 ff.

Nobel, Peter	Zur 13. EU-Richtlinie und zur Frage der Harmonisierung überhaupt, SZW 2002, S. 30 ff.
Nobel, Peter	Sanktionen gemäss FINMAG GesKR 2009, S. 59 ff.
OECD	OECD-Grundsätze der Corporate Governance, Neufassung 2004 (zit. OECD Corporate Governance)
O'Sullivan, Noel / Wong, Pauline	Board composition, ownership structure and hostile takeovers: Some UK evidence, in: Accounting and Business Research 29 (1999), S. 139–155
Palia, Darius	The end of endogenity of managerial compensation in firm valuation: Solution, review of financial studies 2001, S. 735 ff.
Peter, Henry / Chevallaz, Joël	Le rôle des réviseurs dans le cadre de la LBVM, ST 1999, S. 1205 ff.
Petrin, Martin	Der elektronische Datenraum, AJP 2007, S. 363 ff.
Pfund, Robert W.	Die Eidgenössische Verrechnungssteuer, I. Teil (Art. 1–20), Basel, 1971
Pletscher, Thomas	Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, ST 1994, S. 170 ff.
Pletscher, Thomas / Furrer, Urs	Aktienrechtsrevision und Corporate Governance, Die Volkswirtschaft, 3-2008
Raggenbass, Marc E.	Neue Dimension schweizerischer Corporate-Governance-Standards, ST 2005, S. 751 ff.
Raggenbass, Marc E.	Übernahmestrategien eines Bieters zum Erwerb von 100% der Aktien einer börsenkotierten Gesellschaft, Zürich 1999
Ramseier, Mark J.	Takeovers in Japan, Opportunism, ideology and corporate control, in: UCLA Law Review 35 (1987), No. 1, S. 1–64

Reich, Markus	Die Abgrenzung von Geschäfts- und Privatvermögen im Einkommensteuerrecht, SJZ 1984, S. 221 ff.
Reich, Markus	Die Realisation stiller Reserven im Bilanzsteuerrecht, Zürich 1983
Reich, Markus	Steuern I (Grundlagen, Fusion und Quasifusion), ZSR 2004, S. 109 ff.
Reich, Markus	Vermögensertragsbegriff und Nennwertprinzip, in: Cagianut, Francis / Vallender, Klaus A. (Hrsg.), Festschrift zum 65. Geburtstag von Ernst Höhn, Bern/Wien/Stuttgart 1995, S. 255 ff.
Reich, Markus / Duss Marco	Unternehmensumstrukturierungen im Steuerrecht, Basel 1996
Reutter, Thomas U.	Das bedingte Übernahmeangebot, Diss. St. Gallen, Zürich 2002
Reutter, Thomas U.	Das öffentliche Kaufangebot nach Art. 2 lit. e BEHG, AJP 1999, 1093 ff.
Reutter, Thomas U. / Hoch, Classen Mariel	Fusionsgesetzliche Ausgleichsklage und börsenrechtliche Preisvorschriften – Auflösung eines Normwiderspruchs in Vogt, Nedim P. / Stupp, Eric / Dubs, Dieter (Hrsg.), FS Rolf Watter Zürich 2008, S. 381 ff.
Reutter, Thomas / Werlen, Thomas	Kapitalmarkttransaktionen II, Zürich 2007, S. 99 ff.
Roll, Richard	The hubris hypothesis of corporate takeovers, in: Journal of Business 59 (1986), No. 2, S. 197–216
Romerio, Flavio	Öffentliche Übernahmeangebote aus der Sicht des Rechtsberaters, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 17 ff.
Romerio, Flavio / Gerhard, Frank	Due Diligence und öffentliche Übernahmen, SZW 2007, S. 1 ff.
Romerio, Flavio / Waller, Stefan	Öffentliche Aktienrückkäufe, insbesondere von SMI-Gesellschaften, in: Kapitalmarkttransaktionen II,

	Reutter, Thomas / Werlen, Thomas (Hrsg.), Zürich 2007, S. 1 ff.
Ross, Stephen A.	The economic theory of agency: The principal's problem, in: American Economic Review, Papers and Proceedings 63 (1973), No. 2, S. 134–139
Röthlisberger, Alain. P.	Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse bei Publikumsgesellschaften, Diss. Bern 1998.
Röthlisberger, Alain P. / Nägeli, Esther	Defending against the Hostile Bid, Zürich 2004
Ruffner, Markus	Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft – Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Habil. Zürich 2000
Ruffner, Markus	Reformbedarf des Aktienrechts – eine „Law and Economics"-Perspektive, SJZ 2005, S. 253 ff.
Safieddine, Assem / Titman, Sheridan	Leverage and corporate performance: Evidence from unsuccessful takeovers, in: Journal of Finance 54 (1999), No. 1, S. 319–328
Sarig, Oded H. / Talmor, Eli	In defense of defensive measures, in: Journal of Corporate Finance 3 (1997), S. 277–297
Schären, Simon	Best Price Rule im Schweizerischen Übernahmerecht, ST 2008, S. 449 ff.
Schärer, Claudia	Bedingungen öffentlicher Übernahmeangebote, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 71 ff.
Schärer, Claudia / Aregger, Thomas	Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2003, S. 146 ff.
Schärer, Heinz	Vertragsverhandlungsvereinbarungen, in: Tercier, Pierre / Hürlimann, Roland (Hrsg.), In Sachen Baurecht, Zum 50. Geburtstag von Peter Gauch, Fribourg 1989, S. 19 ff.

Schärer, Heinz / Waller, Stefan	Vorerwerb und Pflichtangebot, in Tschäni, Rudolf (Hrsg), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 59 ff.
Schärer, Heinz / Zeiter, Harald	Going Private Transaktionen, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions V, Zürich 2003, S. 35 ff.
Schenker, Urs	Der steuerfreie private Kapitalgewinn beim Unternehmensverkauf – eine Regel mit Ausnahmen, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, S. 211 ff.
Schenker, Urs	Die Fusion, AJP 2004, S. 779
Schenker, Urs	Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten, in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich, 2008, S. 129 ff.
Schenker, Urs	Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, S. 209 ff.
Schenker, Urs	Fusion – Erleichterung oder Erschwerung durch das Fusionsgesetz? GesKR 2007, S. 153 ff.
Schenker, Urs	Risiko-Allokation und Gewährleistung beim Unternehmenskauf in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, S. 239 ff.
Scherer, F.M.	Corporate takeovers: The efficiency arguments, in: Journal of Economic Perspectives 2 (1988), No. 1, S. 69–82
Schiltknecht, Kurt	Corporate Governance, Zürich 2004
Schleiffer, Patrick	No Material Adverse Change, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, S. 53 ff.

Schleiffer, Patrick	Offenlegungs- und übernahmerechtliche Aspekte bei Kapitalmarkttransaktionen, in: Reuter, Thomas / Watter, Rolf / Werlen, Thomas, Kapitalmarkttransaktionen, Zürich 2006, S. 125 ff.
Schnydrig, Andrin / Vischer, Markus	Die Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, S. 1192 ff.
Schott, Ansgar	Die Finanzierung öffentlicher Übernahmeangebote, SZW 2008, S. 525 ff.
Schwert, G. William	Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?, in: Journal of Finance 55 (2000), S. 2599–2640
Senn, Myriam	Champ d'application de la loi sur les bourses, ST 2000, S. 969 ff.
Senn, Myriam	Die Erfassung der Beteiligungen im Banken- und Kapitalmarktrecht, AJP 1998, S. 33 ff.
Senn, Myriam	Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz, AJP 1997, S. 1177
Servaes, Henri	Tobin's Q and the gains from takeovers, in: Journal of Finance 66 (1991), S. 409–419
Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.	A survey of corporate governance, in: Journal of Finance 52 (1997), S. 737–783
Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.	Large shareholders and corporate control, in: Journal of Political Economy 94 (1986), No. 3, S. 461–488
Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.	Management entrenchment – The case of manager-specific investments, in: Journal of financial Economics 25 (1989), S. 123–139
Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W.	Value maximization and the acquisition process, in: Journal of Economic Perspectives 2 (1988), No. 1, S. 7–20
Siegel, Donald	Productivity and changes in ownership of manufacturing plants, in: Lichtenberg, Frank R. (Hrsg.), Corporate takeovers and productivity, Cambridge 1992, S. 25–43

Sitkoff, Robert H.	Trust law, corporate law and capital market efficiency, Northwestern University School of Law, Law and Economics Research Paper Series, Research Paper No. 03/17, Chicago 2003
Spori, Peter / Gerber, Reto	Fusionen und Quasifusionen im Recht der direkten Steuern, ASA 2003, S. 489 ff.
Stadelmann, Samuel / Widmer, Christian	Erleichterte Erfüllung der Offenlegungspflichten im Prospekt, GesKR 2008, S. 153 ff.
Steiner, Markus	Das bankinterne Sondervermögen, Diss. Zürich 1999
Stout, Lynn A.	The mechanisms of market inefficiency, University of California, Los Angeles School of Law and Economic Research Paper Series, Research Paper No. 04/8, Los Angeles 2008, S. 635 ff.
Sudarsanam, Sudi	Large shareholders, takeovers and target valuation, in: Journal of Business finance & Accounting 23 (1996), No. 2, S. 295–314
Sundaramurthy, Chamu	Corporate governance within the context of antitakeover provisions, in: Strategic Management Journal 17 (1996), No. 5, S. 377–394
Superina, Marco	10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz, in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 239 ff.
Suter, Armin / Volkart, Patrick	Kapitalstrukturen börsenkotierter Unternehmen, ST 2006, 627 ff.
Takei, Naoki	Inhalt und Rechtsfolgen von Geheimhaltevereinbarungen, SJZ 2007, S. 57 ff.
Thévenoz, Luc	Commission des OPA et FINMA, GesKR 2009, S. 33.

Trimbath, Susanne / Frydman, Halina / Frydman, Roman	Cost inefficiency, size of firms and takeovers, in: Review of Quantitative Finance and Accounting 17 (2001), No. 4, S. 397–420
Tschäni, Rudolf	Die Gruppe im Übernahmerecht – „Are we really all one?“, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, S. 179 ff. (2004a)
Tschäni, Rudolf	Erster Bundesgerichtsentscheid zum börsengesetzlichen Übernahmerecht, SZW 2001, S. 298
Tschäni, Rudolf	Fusionen versus öffentliche Tauschangebote bei Publikumsgesellschaften, in Vogt, Nedim P./ Stupp, Eric / Dubs, Dieter (Hrsg.), FS Rolf Watter, Zürich 2008, S. 429
Tschäni, Rudolf	M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003 (2003a)
Tschäni, Rudolf	Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, AJP 1994, S. 308 ff.
Tschäni, Rudolf	Sanierung und Pflichtangebot, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions V, Zürich 2003, S. 75 ff. (2003b)
Tschäni, Rudolf	Tragweite und Auswirkung der sog. Auktionsregel bei konkurrierenden öffentlichen Übernahmeangeboten, in: von der Crone, Hans Caspar / Forstmoser, Peter / Weber, Rolf H. / Zäch, Roger (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechtes, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2004, S. 419 ff. (2004b)
Tschäni, Rudolf / Diem, Hans-Jakob	Das Defence- bzw. M&A-Manual, in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 97 ff.
Tschäni, Rudolf / Diem, Hans-Jakob	Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, S. 74 ff.
Tschäni, Rudolf /	Übernahmekämpfe, GesKR 2006, S. 54 ff.

Diem, Hans Jakob / Tschäni, Rudolf / Gotschev, Georg	Gruppenbildung und Ausnahmegewährung bei der Angebotspflicht – Der Fall Quadrant, SZW 2005, S. 130 ff.
Tschäni, Rudolf / Iffland, Jacques	Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, S. 121 ff.
Tschäni, Rudolf/ Iffland, Jacques	Neue Bestimmungen der SWX zur Ad-hoc-Publizität, ST 2005, S. 759 ff.
Tschäni, Rudolf / Iffland, Jacques / Diem, Hans-Jakob	Öffentliche Kaufangebote, Zürich 2007
Tschäni, Rudolf / Diem, Hans-Jakob / Wolf, Matthias	Das revidierte Recht der öffentlichen Kaufangebote, GesKR 2009, S. 87 ff.
Vedder, Richard K.	Three cheers for the corporate raider, in: David L. McKee (Hrsg.), Hostile takeover – Issues in public and corporate Policy, New York 1989, S. 3–15
Verrecchia, Robert	On the theory of market information efficiency, Journal of accounting and economy 1979, S. 77 ff.
Vischer, Markus / Gnos, Urs P.	Erfahrungen mit dem Fusionsgesetz, AJP 2006, S. 783 ff.
Vogt, Nedim Peter / Watter, Rolf (Hrsg.)	Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG), Art. 161, 161bis, 305bis, 305ter Strafgesetzbuch, Basel/Genf/München 1999
Volkart, Rudolf	Aktienrückkäufe und Eigenkapitalherabsetzungen, ST 1999, S. 171 ff.
Waser, Patrick	Drei Jahre Corporate-Governance-Richtlinie der SWX, ST 2008, S. 648 ff.
Watter, Rolf	Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, AJP 1997, S. 269 ff.

Watter, Rolf	Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, S. 1 ff.
Watter, Rolf	Unternehmensübernahmen – Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Habil. Zürich 1990
Watter, Rolf / Dubs Dieter	Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 173
Watter, Rolf / Dubs, Dieter	Organverhaltens- und Organhaftungsregelungen im Börsenrecht, AJP 1998, S. 1308 ff.
Watter, Rolf / Maizar, Karim	Konkurrierende Übernahmeangebote, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, S. 1 ff.
Watter, Rolf / Maizar, Karim	Offenlegung von Vergütung und Beteiligung bei schweizerischen Publikumsgesellschaften gemäss OR, Basel 2007 (2007a)
Watter, Rolf / Maizar, Karim	Structure of executive compensation and conflict of interests – legal constraints and practical recommendations under Swiss law, in Thévenoz, Luc / Bahar, Rashid (Hrsg.), Conflicts of Interest, Zurich 2007, S. 31 ff. (2007b)
Watter, Rolf / Rampini, Corrado	Proxy Fights, in: Tschäni, Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, S. 1 ff.
Watter, Rolf / Spiellmann, Till	Corporate Social Responsibility – Leitplanken für den Verwaltungsrat schweizerischer Aktiengesellschaften, GesKR 2006, S. 94 ff.
Watter, Rolf / Vogt, Nedim Peter / Tschäni, Rudolf / Daeniker, Daniel (Hrsg.)	Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel/Genf/München 2005

Weber, Philippe A. / Huber, Andrea	Offenlegung von Management-Entschädigungen und Management-Transaktionen in Reutter, Thomas / Werlen, Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen II, 2007, S. 99 ff.
Weber, Rolf H.	Börsenrecht – Börsengesetz, Verordnungen und Selbstregulierungserlasse, Zürich 2001
Weber, Rolf H.	Praxis der SWX Swiss Exchange zur Ad-hoc-Publizität, SZW 2002, S. 297 ff.
Wechsler, Roger	Das Repo-Geschäft, eine Innovation am Schweizer Finanzmarkt, Zürich 1999
Weir, Charlie / Laing, David / McKnight, Phillip J.	Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies, in: Journal of Business Finance & Accounting 29 (2002), No. 5 & 6, 579–611
Werlen, Stephan	Die Rechtstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf – Darstellung nach schweizerischem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie unter Berücksichtigung des Vorschlags für eine 13. Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet der Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote, Schweizer Schriften zum Bankrecht, Band 64, zugl. Diss. Zürich 2001
Werlen, Thomas	Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts, Schweizer Schriften zum Bankrecht, Band 23, zugl. Diss. Zürich 1994
Wey, Renate	Neueste Entwicklung des schweizerischen Finanzmarktrechts, SZW 2002, S. 190 ff.
Wey, Renate / Huber, Lukas	Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2001, S. 144 ff.
Wiegand, Wolfgang	Ad hoc-Publizität und Schadenersatz, in: im Auftrag der Schweizerischen Bankiervereinigung von Margelisch, Claude-Alain und Winzeler, Christoph (Hrsg.), Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, FG für Jean-Paul Chapuis, Zürich 1998

Williamson, Oliver E.	Corporate Governance, Yale Law Journal 94 (1984), S. 1197 ff. (zit. Corporate Governance)
Williamson, Oliver E.	Die ökonomische Institution des Kapitalismus, New York and Tübingen 1990
Wymeersch, Eddy	Problems of the regulation of takeover bids in Western Europe: A comparative survey, in: Klaus J. Hopt, Klaus J. / Wymeersch, Eddy (Hrsg.), European takeovers – Law and practice, London 1992, S. 95–131
Wyss, Hans-Peter	Prüfung von öffentlichen Übernahmeangeboten, ST 2006, S. 227 ff.
Wyss, Hans-Peter / Wunderle Olivier	Prüfung von öffentlichen Kaufangeboten, ST 2009, S.133 ff.
Zantout, Zaher	External capital market control, corporate restructuring, and firm performance during the 1980s, in: Journal of Business Finance & Accounting 21 (1994), No. 1, S. 37–64
Zhang, Hao	US evidence on bank takeover motives: A note, in: Journal of Business finance & Accounting 25 (1998), No. 7 & 8, S. 1025–1032
Zindel, Gaudenz	Aktionäre ohne Stimmrecht und stimmrechtslose Aktionäre, in FS Forstmoser, Zürich 1993, S. 199 ff.
Zobl, Dieter	Das Börsenrecht der Schweiz, in: Umbricht, Robert P. (Hrsg.), Das Börsenrecht der Schweiz, Zürich 1998, S. 7 ff.
Zobl, Dieter	Rechtstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten, in: Nobel, Peter (Hrsg.), SWZ-Sondernummer, Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 1997, S. 62
Zobl, Dieter / Kramer, Stefan	Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004

Zürcher, David / Vial, Jérôme	Publikationsverhalten von SWX-Unternehmen, ST 2006, S. 149
Zweifel, Martin / Athanas, Peter (Hrsg.)	Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (DBG), Bd. I/2a und I/2b, Basel/Genf/München 2000
Zweifel, Martin / Athanas, Peter (Hrsg.)	Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (StHG), Bd. I/1, 2. Aufl., Basel/Genf/München 2002
Zweifel, Martin / Athanas, Peter / Bauer-Balmelli, Maja (Hrsg.)	Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer (VStG), Bd. II/2, Basel/Genf/München 2005

I. DER MARKT FÜR DIE KONTROLLE KOTIERTER UNTERNEHMEN UND SEINE REGULIERUNG

1. Der Markt für Unternehmenskontrolle

1.1 Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung

Nach der Theorie des effizienten Marktes bildet der Börsenmarkt den Wert eines Unternehmens korrekt ab, da die Marktteilnehmer bei ihren Kauf- und Verkaufsentscheiden alle für die Bewertung des Unternehmens relevanten Daten verarbeiten[1]. Da die Marktteilnehmer aber nur die Informationen verarbeiten können, die ihnen zugänglich sind, bildet der Markt allerdings nicht den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens ab, sondern widerspiegelt im Sinne der Theorie eingeschränkt effizienter Märkte nur den Wert, der sich aus den für Investoren zugänglichen Informationen ergibt[2]. Diese Kursbildung durch Informationsverarbeitung funktioniert auch dann, wenn nur eine Minderheit der Anleger die vorhandenen Informationen tatsächlich analysiert und bei ihren Anlageentscheiden berücksichtigt. Diese Investoren, die sich aufgrund bestimmter Informationen zu Käufen oder Verkäufen entschliessen, bestimmen die Preisbildung. Die übrigen Anleger, die ohne spezifische Informationen Aktien kaufen und verkaufen, haben dagegen keinen Einfluss auf die Preisbildung, da sich ihre Käufe und Verkäufe nach dem Zufallsprinzip verteilen und sich daher gegenseitig ausgleichen[3]. Die Anleger, die keine Informationen verarbeiten, profitieren dementsprechend als Trittbrettfahrer davon, dass die professionellen Marktteilnehmer durch Informationsverarbeitung für korrekte Kurse sorgen.

Da die Preisbildung nur auf den Informationen beruht, die den Marktteilnehmern bekannt sind, ergibt sich eine Differenz zwischen der Marktbewer-

---

1 Fama (1970), S. 383 ff.; Easterbrook/Fischel (1981), S. 1165. Ruffner (2000), S. 361; Gilson/Kraakman (1984), S. 565 ff.; Jensen (1978), S. 95 ff., der auf die breite empirische Abstützung der Theorie des effizienten Marktes hinweist; Groner (2007), S. 290, kritisch zur Efficient Market Theory, Stout (2008), S. 636 ff., S. 639.

2 Zu den Zusammenhängen zwischen Verfügbarkeit von Information, Informationskosten und Markteffizienz Gilson/Kraakman (1984), S. 597.

3 Gilson/Kraakman ((1984), S. 558 ff.; Ruffner (2000), S. 361; Fama (1970), S. 387 f.; letztlich setzt ein Arbitrage-Markt zwischen informierten und nicht informierten Investoren ein. Führen die Transaktionen uninformierter Investoren dazu, dass der Markt von dem Preis abweicht, den die professionellen Investoren aufgrund der ihnen vorliegenden Informationen als richtig erachten, werden diese sofort entsprechend Aktien kaufen bzw. verkaufen, um von dieser Differenz zu profitieren, was den Kurs dementsprechend auf das „richtige“ Niveau treibt. Zu dieser Arbitrage vom Einzelnen: Gilson/Kraakmann (1984), S. 569 f., Ferillo/Dunbar/Tabak, S. 104 f.; wie Gilson/Kraakmann (2004), S. 17 ff. darstellen, kann daher ein Markt nur effizient sein, wenn Arbitrage-Operationen nicht eingeschränkt werden; spezifisch zur Kompensation entgegengesetzter Transaktionen uninformierter Investoren S. 581 f.; vgl. Verrecchia (1979), S. 77 ff.

tung und der theoretisch richtigen Bewertung eines Unternehmens, die sich bei Berücksichtigung aller für die Bewertung relevanten Informationen ergeben würde. Wie gross diese Differenz ist, hängt davon ab, wie viel Informationen kotierte Unternehmen veröffentlichen bzw. wie viel bewertungsrelevante Informationen sie geheim halten[4]. Je grösser die Lücke zwischen der beim Unternehmen vorhandenen und der tatsächlich veröffentlichten Information ist, desto grösser ist auch die Differenz zwischen dem Preis, der sich beim vollständig effizienten Markt bilden würde, der alle Informationen verarbeitet, und dem Preis, der sich beim tatsächlich existierenden eingeschränkt effizienten Markt ergibt[5]. Die Grösse dieser Lücke wird einerseits durch die börsenrechtlichen Publizitätspflichten der kotierten Unternehmen beeinflusst, welche den Minimalstandard für die Veröffentlichung von Informationen festlegen[6], andererseits aber auch durch die freiwillige Informationstätigkeit kotierter Unternehmen, die über diesen Mindeststandard hinausgeht[7]. Durch die kontinuierliche Verschärfung der Publizitätsvorschriften der SIX ist die Lücke zwischen den bei den Unternehmen vorhandenen Informationen und den öffentlich bekannten Informationen in der Schweiz im Laufe der letzten Jahre deutlich kleiner geworden[8]. Ein Teil der an der SIX kotierten Unternehmen geht aber auch wesentlich über die Mindestvorschriften der SIX hinaus und gibt weitere, für die Bewertung relevante Informationen ab, wie insbesondere detailliertere Angaben über den Bestellungseingang und den Auftragsbestand, die vom Unternehmen entwickelten Produkte sowie die Pläne des Managements zur Unternehmensentwicklung, und legt zum Teil sogar offen, welche Ziele das Unternehmen bezüglich Gewinn und Rentabilität anstrebt. Da Transparenz und Informationsfluss für die Investoren wichtige Kriterien für die Auswahl ihrer Anlagen sind, entwickelt sich in diesem Bereich auch ein gewisser Wettbewerb zwischen den kotierten Unternehmen[9], der tendenziell dazu führt, dass die Lücke zwischen den beim Unternehmen vorhandenen Informationen und den Informationen, die öffentlich zugänglich sind, kleiner wird. Damit reduziert sich aber auch die Differenz zwischen dem Preis, der sich bei einem vollständig effizienten Markt ergeben würde, und dem tatsächlichen Börsenkurs. Zur Schliessung dieser Lücke tragen aber auch Analysten bei, die über die blosse Verarbeitung der vom Unternehmen zur Verfügung

---

4 In pathologischen Fällen kann sich diese Differenz auch dadurch ergeben, dass die Leitungsorgane dem Markt unrichtige Informationen abgeben, vgl. Bergstresser/Philippon (2006), S. 12 f. mit der Darstellung des Falles von Xerox und Verweisen auf Tyco, Enron, Waste Management und WordCom. Zum Einfluss von Fehlinformationen auf die Preisbildung Ferrillo/Dunbar/Tabak (2004), S. 85 ff. mit Verweisen auf diverse Fraud-on-the-market-Fälle.

5 Vgl. zu den Zusammenhängen zwischen Verfügbarkeit von Informationen, Informationskosten und Markteffizienz Gilson/Kraakman (1984), S. 597 ff.

6 Ruffner (2000), S. 429.

7 Böckli/Bühler, S. 103 f.; Zürcher/Vial (2006), S. 149 ff.

8 Böckli/Bühler, S. 103 ff.; Meilensteine dieser Entwicklungen waren unter anderem die Einführung von IFRS als Mindeststandard der Rechnungslegung im Jahr 2005, die Einführung der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Jahr 1996 und der Zwang zur Berichterstattung über die Corporate Governance im Jahr 2007 gemäss Corporate-Governance-Richtlinie.

9 Vgl. Zürcher/Vial (2006), S. 149 ff. bezüglich der Geschwindigkeit, mit der Unternehmen ihre Ergebnisse bekanntgeben.

gestellten Informationen hinausgehen und durch eigene Abklärungen Zusatzinformationen erarbeiten und in die Preisbildung am Markt einbringen.

Da die Effizienz des Marktes von der individuellen Informationstätigkeit der Unternehmen sowie von der Anzahl der professionellen Marktteilnehmer und Analysten, die Informationen über die betreffenden Unternehmen verarbeiten[10], abhängt, ist der Börsenmarkt nicht für jedes kotierte Unternehmen in gleichem Masse effizient[11]. Inwieweit der Markt den Unternehmenswert richtig abbildet, hängt daher davon ab, wie intensiv die Informationstätigkeit eines Unternehmens ist und wie viele Analysten und institutionelle Anleger das Unternehmen verfolgen[12]. In der Schweiz dürfte der Markt im Bereich der SMI-Titel und der liquiden SPI-Titel effizient sein[13], während die Effizienz bei den weiteren kotierten Gesellschaften zum Teil geringer ist, was dazu führt, dass die Differenz zwischen dem Börsenkurs und der aufgrund aller Informationen richtigen Bewertung grösser ist. Dies ist bei den kleineren Gesellschaften zum Teil auf eine zurückhaltendere Informationspolitik und die Absenz von Analysten und professionellen Investoren zurückzuführen. Zum Teil ist die mangelnde Effizienz aber auch Folge einer geringen Liquidität beim Handel mit den betreffenden Aktien: Wenn jeder Kauf bzw. Verkauf mangels genügenden Angebotes bzw. wegen grosser Spreads zwischen Brief- und Geldkurs zu überproportionalen Kursveränderungen führt, kann sich kein Kurs bilden, welcher der Informationslage entspricht[14]; die einzelnen Kauf- oder Verkaufsentscheide, welche Investoren machen, wenn sie Informationen über das Unternehmen erhalten, führen in einem derartigen Marktumfeld nicht zu einem Kurs, der den Unternehmenswert widerspiegelt, sondern zu Kursverzerrungen.

Die Preisbildung im Rahmen eines effizienten Marktes hat aus volkswirtschaftlicher Sicht positive Auswirkungen, da die „richtige“ Bewertung von Unternehmen eine Fehlallokation von Kapital verhindert und das verfügbare Kapital einer optimalen Nutzung zuführt[15]. Wegen dieser positiven volkswirtschaftlichen Effekte stellt die Steigerung der Markteffizienz bzw. die Schaffung von Rahmenbedingungen für einen möglichst effizienten Markt ein gesetzgeberisches Ziel dar[16]. Neben volkswirtschaftlichen Aspekten spricht aber auch der Anlegerschutz für die Realisierung eines effizienten Marktes. Schutzbedürftige

---

10 Zur Art der zu verarbeitenden Informationen und zu ihrer Verarbeitung Gilson/Kraakmann (1984), S. 560 ff.

11 Ruffner (2000), S. 361; Gilson/Kraakman (1984), S. 658 ff.; vgl. zur Effizienz des Marktes bei einzelnen Aktien Ferrillo/Dunbar/Tabak (2004), S. 94 ff., mit Beispielen aus der amerikanischen Gerichtspraxis zur Analyse der Markteffizienz im Zusammenhang mit Fraud-on-the-market-Fällen; Gilson/Kraakman (2004), S. 34.

13 Ruffner (2000), S. 420; Kronenberg (2005), S. 230.

14 Ferrillo/Dunbar/Tabak (2004), S. 99 ff. mit Beispielen aus der amerikanischen Gerichtspraxis. Ruffner (2000), S 429.

15 Gordon/Kornhauser (1985), S. 825; Fischel (1989), S. 912 f.

16 Ruffner (2000), S. 369, bezeichnet die Allokationseffizienz daher als „vorrangiges soziales Ziel“, Ruffner (2005), S. 256, zieht die Allokationseffizienz jedoch unter Verweis auf das irrationale Verhalten verschiedener Anleger in Zweifel.

Anleger, d.h. Marktteilnehmer, welche aufgrund beschränkter Mittel oder geringer persönlicher Kenntnisse nicht alle für Investitionen wesentlichen Aspekte eines Unternehmens beurteilen können, werden durch eine effiziente Preisbildung automatisch geschützt, da sie selbst dann zum „richtigen" Preis kaufen, wenn sie selber die vorhandenen Informationen nicht verarbeiten. In der Rolle des Trittbrettfahrers profitieren sie von der Effizienz des Marktes und werden davor geschützt, Aktien zu teuer zu kaufen bzw. zu billig zu verkaufen – aus dieser Sicht ist das wirtschaftstheoretisch problematische „Trittbrettfahrersymptom"[17] aus der Sicht des Anlegerschutzes positiv zu werten.

Die Frage, welcher Preis sich bei einer vollständigen Information des Marktes ergeben würde bzw. welche Unternehmensbewertung theoretisch richtig ist, hat im Übernahmerecht eine zentrale Bedeutung für den Entscheidungsprozess der Aktionäre der Zielgesellschaft. Damit diese einen freien und rationalen Entscheid zwischen dem Angebot und der weiteren Führung der Zielgesellschaft durch ihre bisherigen Organe treffen können, muss erreicht werden, dass die Lücke zwischen theoretisch richtiger Bewertung und der tatsächlichen Bewertung aufgrund der in der Öffentlichkeit vorhandenen Informationen möglichst klein ist. Das Übernahmerecht muss daher sicherstellen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft im Zeitpunkt, in dem sie ihren Entscheid fällen müssen, alle Informationen haben, die für die Bewertung der Zielgesellschaft relevant sind, d.h., dass die Zielgesellschaft in diesem Zeitpunkt keine Informationen mehr zurückhält.

1.1.1 Differenzen zwischen Wertpotential und Börsenkurs

Je effizienter der Markt ist, desto weniger kann sich eine Differenz zwischen dem „wirklichen Wert" eines Unternehmens[18] und dem Börsenkurs ergeben[19]. Dies wird in der Praxis dadurch belegt, dass institutionelle Anleger, die mit Analysten arbeiten, trotz zum Teil sehr intensiver Analysetätigkeit kaum je ei-

---

17 Aus wirtschaftlicher Sicht ist das Trittbrettfahren derjenigen Anleger, die sich passiv verhalten, nicht positiv, da sie von der Leistung der aktiven Investoren und Analysten profitieren, ohne selbst zur Markteffizienz beizutragen. (Zu den Informationskosten, welche die professionellen Investoren tragen, Gilson/Kraakman (1984), S. 597 ff.) Problematisch ist dabei vor allem, dass die Trittbrettfahrer keinerlei finanzielle Anreize haben, um durch die eigene Verarbeitung von Information zur Effizienz beizutragen, da sie auch ohne eigene Anstrengungen von der Effizienz des Marktes profitieren.

18 D.h. den Unternehmenswert, der sich bei Berücksichtigung aller relevanten Informationen ergeben würde.

19 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1165 ff.; Roll (1986), S. 200 f.

ne Rendite erzielen, die signifikant über dem Marktdurchschnitt liegt, sofern sie nicht höhere Risiken in Kauf nehmen[20].

Auch ein effizienter Markt bildet allerdings immer nur die tatsächliche Situation des Unternehmens ab. Das Wertpotential eines Unternehmens, das bisher nicht realisiert wurde, wird dementsprechend nur dann im Kurs abgebildet, wenn die Marktteilnehmer damit rechnen können, dass dieses Potential von den Leitungsorganen des Unternehmens tatsächlich innert nützlicher Frist realisiert wird[21]. Sofern die Leitungsorgane eines Unternehmens das Wertpotential nicht realisieren und auch nicht beabsichtigen, dieses zu realisieren, so wird dieses Potential im Marktpreis nicht reflektiert[22]. Müssen die Investoren davon ausgehen, dass das Potential des Unternehmens nicht realisiert wird, kann sich daher eine Differenz zwischen dem Wert des Unternehmens bei optimaler Nutzung seines Potentials und der tatsächlichen Börsenkapitalisierung ergeben[23]. Diese Differenz kann insbesondere aus folgenden Gründen entstehen:

– Die Leitungsorgane des Unternehmens nützen das Wertpotential des eigenen Unternehmens nicht aus, weil sie vorhandene Einsparungsmöglichkeiten oder Wachstumschancen nicht erkennen oder wenigstens

---

20 Malkiel (2003), S. 60 ff.; 76 ff. mit Verweis auf weitere Studien; Ferrillo/Dunbar/Tabak (2004), S. 103; Gilson/Kraakman (1984), S. 554 f., 622 ff. Analysten und professionelle Anleger sind zum Teil Opfer ihres eigenen Erfolges bei der Informationsverarbeitung: Die kollektiven Anstrengungen bei der Informationssuche und die sofortige Abbildung der vorhandenen Informationen im Kurs führen dazu, dass der einzelne Marktteilnehmer durch Verarbeitungen von Informationen bei seinen Kaufentscheiden keine Vorteile mehr gewinnen kann, da diese Informationen bereits in der Kursbildung berücksichtigt sind. Bei ihrer Kritik an der Efficient Market Theory weist Stout (2008), S. 658 allerdings daraufhin, dass es einzelne Asset-Manager existieren, welche über längere Zeit konsistent bessere Renditen erzielen als die Durchschnittsanleger, wobei sie insbesondere auf Warren Buffet hinweist; diese relativ kleine Gruppe von erfolgreichen Asset-Managern geht zum Teil aber wesentlich höhere Risiken ein als der Durchschnittsanleger oder beeinflusst die Unternehmen direkt wie z.B. Warren Buffet und erzielt auf diese Weise höhere Renditen.

21 Goldstein (2000), S. 382; Groner (2007), S. 290; vgl. Ruffner (2000), S. 356, der aus der Prämie, die bei Unternehmensübernahmen bezahlt wird, ableitet, das eine Disziplinierung des Managements bzw. Änderung des Managements zu einer nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes führen kann.

22 Manne (1965), S. 112; Borner (1998), S. 264; Kronenberg (2005), S. 304, bezeichnet den Börsenkurs in diesem Sinne als „Fiebermesser der Management Effizienz", der anzeigt, welche Leistungen das Management erbringt. Vgl. dagegen Easterbrook/Fischel (1981), S. 1167 sowie Roll (1986), S. 200 f., die davon ausgehen, dass in einem effizienten Markt keine Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung existieren kann, da auch das Wertpotential im Kurs reflektiert wird ist; m.E. ist diese Ansicht nicht richtig, da der Markt das Wertpotential dann nicht reflektieren kann, wenn die Marktteilnehmer davon ausgehen müssen, dass die Leitungsorgane keine Absicht haben, das Wertpotential zu realisieren oder ihnen die dazu notwendigen Fähigkeiten fehlen.

23 Groner (2007), S. 290. Fischel (1989), S. 5; Borner (1998), S. 264.

nicht konsequent nutzen[24]; oder weil sie eine Strategie verfolgen, die nicht zu Wertsteigerungen führt[25].

– Das Unternehmen verfügt nicht über die notwendigen Ressourcen, um sein Potential zu nutzen. Zu dieser Situation kann es kommen, wenn ein auf den Schweizer Markt konzentriertes Unternehmen über sehr gute Produkte oder eine vielversprechende Technologie verfügt, aber weder das Kapital noch die Strukturen hat, um diese Vorteile in ausländischen Märkten umzusetzen[26].

– Ein Unternehmen verfügt über eine suboptimale Kapitalstruktur, da es zu viel Eigenkapital einsetzt, was zu hohen Kapitalkosten und einer geringen Eigenkapitalrendite führt[27].

– Ein Unternehmen verfügt nicht über die für seine Tätigkeit optimale Grösse, weshalb die Übernahme durch ein grösseres Unternehmen zu Skalarerträgen bzw. Synergien führt[28].

Ob in einem konkreten Fall tatsächlich eine Differenz zwischen der Börsenkapitalisierung und dem Wertpotential eines Unternehmens besteht, ist aller-

---

24 Wie z.B. die Verlagerung der Produktion in kostengünstige Länder, Reduktion der Gemeinkosten etc.; Trimbath/Frydman/Frydman (2001), S. 413 f.; Siegel (1992), S. 41 ff.; Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1171; vgl. Ruffner (2000), S. 404, der allerdings kritisch festhält, dass Produktionsverlagerungen und Kostenreduktionen letztlich zu einer Wertverlagerung zwischen Aktionären und Arbeitnehmern führen.

25 Manne (1965), S. 112 und 116; z.B. Festhalten an Diversifikationsbereichen oder Aktivitäten mit überproportionaler Kapitalbindung oder unterdurchschnittlicher Rendite: vgl. Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1172 ff. weisen nach, dass Unternehmen mit geringer Profitabilität grösseren Übernahmerisiken ausgesetzt sind. Ruffner (2000), S. 404; vgl. die Vorwürfe, welche InCentive Capital im Angebotsprospekt vom 30. März 2001 betreffend Übernahme der Sulzer AG machte und dabei vor allem auch die Aufspaltung in einen Industrie- und einen Medizinalteil verlangte.

26 Eine derartige Situation kann sich z.B. bei pharmazeutischen Unternehmen ergeben, welche zu wenig Mittel haben, um alle für den Vertrieb notwendigen regulatorischen Erfordernisse zu erfüllen; Hitt/Hoskisson/Ireland/Harrison (1991), S. 701, stellten fest, dass gewisse Unternehmen gezielt Gesellschaften suchen, welche über ungenutzte Technologien verfügen, und mit den entsprechenden Übernahmen die eigenen Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten ergänzen bzw. zum Teil sogar ersetzen.

27 Goldstein (2000), S. 384; 393ff. mit kritischen Bemerkungen zur höheren Verschuldung nach einer Übernahme; vgl. Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1167, die anhand einer Untersuchung des englischen Marktes nachweisen, dass eine Kapitalstruktur mit tiefem Leverage das Übernahmerisiko erhöht. Hohe Eigenkapitalquoten ergeben sich in der Schweiz vor allem deshalb, weil die Leitungsorgane im Hinblick auf mögliche Rezessionsphasen ein hohes Eigenkapital anstreben oder aber für zukünftige Expansionsschritte und Akquisitionen im Sinne einer „Kriegskasse" Eigenkapital und Liquidität aufbauen; vgl. zu den Optimierungsmöglichkeiten und zum Wertsteigerungspotential bei an der SIX kotierten Gesellschaften Suter/Volkart (2006), S. 631.

28 Diese Probleme können sich vor allem bei der Herstellung homogener Massengüter ergeben, bei denen der Preis bzw. die Herstellerkosten zum allein entscheidenden Wettbewerbsparameter geworden sind (z.B. Stahl, Zement etc.) und die von grösseren Unternehmen kostengünstiger produziert werden können. Synergiegewinne lassen sich aber fast bei allen Zusammenschlüssen realisieren, indem Vertriebsaktivitäten, Administration oder Produktionsanlagen zusammengelegt werden, um durch Grössenvorteile Kosteneinsparungen zu realisieren; häufig werden diese Synergien aber überschätzt, da die Vergrösserung des Unternehmens bzw. die Integration der übernommenen Gesellschaft zu komplexeren Prozessen und Integrationsproblemen führt, welche die Synergiegewinne aufwiegen.

dings meist sehr umstritten. Die Bewertung des Potentials einer Gesellschaft basiert immer auf einer Einschätzung der in der Zukunft erzielbaren Erträge. Aufgrund der Unsicherheit und des oft subjektiven Charakters dieser Schätzungen ergeben sich naturgemäss grosse Differenzen zwischen den Bewertungen der verschiedenen am Unternehmen interessierten Personen[29].

2. Gründe für die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung

Die Eigentümer einer Gesellschaft haben grundsätzlich alles Interesse daran, das Wertpotential ihres Unternehmens zu realisieren. Dieses Ziel wird allerdings nicht von allen Unternehmern erreicht, da die Eigentümer nicht immer über die notwendigen Fähigkeiten verfügen, um das Potential tatsächlich zu realisieren. Bei kotierten Gesellschaft, die typischerweise nicht von den Eigentümern, sondern von professionellen Managern geführt werden, ergeben sich aus der Differenz der Interessen von Eigentümern, d.h. Aktionären einerseits und Management andererseits, auch strukturelle Probleme, die zu einer derartigen Differenz führen können.

2.1 Das Agency-Problem

Nach der Agency-Theorie stellt eine kotierte Gesellschaft ein Geflecht von Verträgen dar, aufgrund deren das Management ein Unternehmen im Auftrag der Aktionäre führt[30]. Die Agency-Theorie basiert letztlich auf angelsächsischen Vorstellungen der Gesellschaft und entspricht nicht der Grundvorstellung des schweizerischen Aktienrechts, welches die Aktiengesellschaft als juristische Person mit eigenen Interessen betrachtet, die von den Interessen der Aktionäre losgelöst sind[31]. Dennoch bildet diese Theorie aber ziemlich genau das wirtschaftliche Verständnis der Aktionäre schweizerischer Publikumsgesellschaften ab – die Aktionäre gehen in der Praxis nicht davon aus, dass eine kotierte Gesellschaft Interessen hat, die von den Interessen der Aktionäre losgelöst sind; sie gehen vielmehr davon aus, dass die Leitungsorgane der Gesellschaft die Interessen der Aktionäre vertreten und dementsprechend für eine Wertsteigerung ihres Investments sorgen[32]. Diese Haltung der Aktionäre zeigt

---

29 Der Umstand, dass viele Anbieter das Potential eines Unternehmens falsch, bzw. zu hoch einschätzen, ist letztlich auch der Grund dafür, dass nicht jede Übernahme für den Erwerber erfolgreich ist; vgl. Roll (1986), S. 212; Shleifer/Vishny (1989), S. 135; Kennedy/Limmack (1996), S. 282.

30 Ruffner (2000), S. 129 f., 155 ff.; Fama/Jensen (1983), S. 302 ff.; Adams (1989), S. 337 f.; Ross (1973), S. 134 ff.; Coffee (1984); S. 1154; Fama (1980), S. 290 ff.; Borner (1997), S. 11 ff.; Jensen/Meckling (1998), S. 311; Goldstein (2000), S. 382; Schiltknecht (2004), S. 28 ff. Kritisch zur Agency-Theorie Eisenberg (1989), S. 1487, der davon ausgeht, dass die Beziehungen zwischen Aktionären und Leitungsorganen immer durch zwingendes Recht geregelt werden müssen, da es den Aktionären gar nicht möglich ist, Verträge mit den Leitungsorganen auszuhandeln, und deshalb diese Verträge blosse Fiktionen darstellen.

31 Meier-Hayoz/Forstmoser (2007), S. 48 ff.; stärkster Ausdruck der Anerkennung der körperschaftlichen Existenz der Aktiengesellschaft ist, dass Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gemäss Art. 717 I OR dazu verpflichtet sind, die Interessen der Gesellschaft zu verfolgen und nicht die Interessen der Aktionäre; Bohrer (2005b), S. 309; Watter, BSK, N. 16, sowie 37 ff. zu Art. 717 OR; Böckli (2004), §13, N. 596; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), § 28, N. 25 ff.; zu den Unterschieden in der amerikanischen und europäischen Betrachtungsweise Hopt (2000), S. 791; vgl. BGE 122 II 278, BGE 100 II 393, BGE 76 II 73; 72 II 306; 54 II 28.

32 Vgl. Watter, BSK, N. 37 zu Art. 717 OR; vgl. Kronenburg (2005), S. 300.

sich gerade dann, wenn die Aktionäre erkennen, dass bei ihrer Gesellschaft eine Differenz zwischen Börsenkapitalisierung und Wertpotential besteht und die Leitungsorgane der Gesellschaft selbst keine Schritte unternehmen, um dieses Wertpotential zu realisieren. Die Aktionäre werden in derartigen Situationen unabhängig von den Interessen der Gesellschaft selbst bzw. anderer Stakeholder auf der Durchsetzung ihrer eigenen finanziellen Interessen beharren und gegebenenfalls auch die Leitungsorgane abwählen, falls diese nicht die Interessen der Aktionäre verfolgen[33].

Die Agency-Theorie bildet aber auch ein gutes Modell zur Erklärung des Verhaltens der Leitungsorgane selbst – diese verfolgen im Rahmen ihrer Beziehung zu den Aktionären ihre eigenen finanziellen Interessen und versuchen, dementsprechend die „Verträge", die dem Agency-Modell zugrunde liegen, in ihrem Sinne zu gestalten[34]. Insbesondere erheben sie dabei gegenüber den Aktionären den Anspruch, dass sie einen Teil des vom Unternehmen erzeugten Mehrwertes in Form einer erfolgsabhängigen Entschädigung oder durch ein Beteiligungs- bzw. Optionsprogramm erhalten[35].

Die Agency-Theorie zeigt vor allem aber auf, dass die Verträge, welche die Grundlage der Beziehung zwischen Aktionären und Leitungsorganen bilden, nicht alle Interessenkonflikte, die zwischen diesen Parteien entstehen, lösen können, da der wirtschaftliche Sachverhalt bzw. die Interaktionen im Rahmen eines Unternehmens zu komplex sind, um diese Probleme durch Verträge abschliessend zu regeln[36]. Die Agency-Theorie erklärt aber auch, weshalb die Leitungsorgane bei einer Gesellschaft, die keinen Hauptaktionär, sondern ein breit gestreutes Aktionariat hat, ein starkes Übergewicht gegenüber den Aktionären haben; die Aktionäre sind in einer derartigen Konstellation gar nicht wirklich in der Lage, in die Gestaltung des gegenseitigen Vertragsverhältnisses einzugreifen bzw. Vertragsverhandlungen mit den Leitungsorganen zu führen, und können dementsprechend auch keinen direkten Einfluss auf die Lei-

---

33 Einen derartigen Angriff gab es z.B. am 4. Quartal 2007 auf die Valora, wo „aktive Aktionäre" den Rücktritt des gesamten Verwaltungsrats forderten und auch durchsetzten: Valora -Präsident Ammann gibt dem Druck nach, NZZ, 7. Dezember 2007 (www.nzz./nachrichten/wirtschaft/aktuell/valora_rücktritt_1.592069.html, 6. Juni 2008); Grosses Sesselrücken bei Valora NZZ Online (nzz.online.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/valora_chef_rücktritt_1.700040.html).

34 Grundlegend dazu Berle/Means (1932), S. 69 ff.; Fama (1980), S. 292; Jensen/Meckling (1998), S. 7; von der Crone (2000c), S. 241 f.; Waser (2008), S. 648; Raggenbass (2005), S. 752; Böni (2007), S. 6 ff.; zu den Beweggründen der Manager Jensen (1994), S. 40 ff.

35 Fama (1980), S. 292 f. Verwaltungsrat und vor allem das oberste Management sehen sich in diesem Sinne nicht als Kostenfaktoren, sondern als Erfolgsfaktoren und beanspruchen auf dieser Basis einen Anteil an der Wertsteigerung. Der Umstand, dass sich die Entlöhnung damit zum Teil stark von der Arbeitsleistung löst und gerade bei grossen Gesellschaften sehr hoch wird, führe in der Schweiz wie auch in verschiedenen anderen Ländern zur öffentlichen Diskussion der Management-Saläre, vgl. z.B. Rede von Thomas Minder vor der Generalversammlung der OC Oerlikon vom 28. Mai 2007 (www.volkgsinitiative-gegen-die-abzockerei.ch/rede_GV_Oerlikon.pdf; 6. Juni 2008; vgl. zur entsprechenden Polemik ausgewählte Zitate zum Thema Managerlöhne und zur Eidg. Volksinitiative „gegen die Abzockerei" (www.volksinitiative-gegen-die-abzockerei.ch/argumente.html).

36 Ruffner (2000), S. 133; Ruffner (2005), S. 254; Williamson (1990), S. 33.

tungsorgane nehmen[37], was dazu führt, dass die Leitungsorgane die eigenen Verträge letztlich autonom festlegen. Dies zeigt sich gerade bei den grossen Publikumsgesellschaften, in denen dem einzelnen Aktionär trotz eines zum Teil sehr grossen finanziellen Investments häufig nur ein kleiner Teil der Stimmen zukommt[38] und das Management dementsprechend eine starke Stellung hat.

Die Interessenkonflikte, die sich im Rahmen der Agency-Theorie zeigen, erklären auch, weshalb die Leitungsorgane einer Gesellschaft häufig nicht mit letzter Konsequenz die Interessen der Aktionäre an einer Wertsteigerung des Unternehmens verfolgen[39]. Aus Rücksichtnahme auf die eigenen Interessen, zum Teil aber auch aus Bequemlichkeit unternehmen Leitungsorgane kotierter Gesellschaften manchmal nicht alle Schritte, die zu einer Wertsteigerung für die Aktionäre führen[40]. Dieser bewusste oder unbewusste Verzicht auf Wertsteigerungsmassnahmen führt dazu, dass es zu den oben in Ziff. I.1.1.2 dargestellten Differenzen zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung eines Unternehmens kommt. Das Versäumnis der Leitungsorgane, Massnahmen zur Wertsteigerung durchzuführen, führt aber nicht nur zu einem Problem im Verhältnis von Aktionären und Leitungsorganen, sondern stellt auch ein volkswirtschaftliches Problem dar. Wenn grosse Unternehmen ihr Wertpotential nicht ausschöpfen oder dieses Phänomen bei einer grossen Zahl von Unternehmen auftritt, so hat der entsprechende Effizienzverlust volkswirtschaftliche Konsequenzen: Das betreffende Land kann sein Effizienz- und Ertragspotential nicht vollumfänglich ausnützen, was zu einer Wohlstandseinbusse führt[41].

2.2 Methoden zur Bewältigung des Agency-Problems

Das Agency-Problem wird durch verschiedene Mechanismen bekämpft bzw. gemildert[42].

---

37 Eisenberg (1989), S. 1471 ff., Groner (2007), S. 282; vgl. Shleifer/Vishny (1988), S. 7; Kronenberg (2005), S. 301 f.

38 Das Übergewicht des Managements bei schweizerischen Publikumsgesellschaft zeigt sich aber vor allem auch darin, dass an den Generalversammlungen normalerweise die Anträge des Managements angenommen werden, während Anträge der Aktionäre regelmässig abgelehnt werden, Kronenberg (2005), S. 15; Groner (2007), S. 289, stellt daher fest, dass Aktionäre normalerweise keinen ökonomischen Anreiz haben, ihre Stimmrechte auszuüben, weil die individuellen Stimmen keinerlei Einfluss auf die Entscheidung der Generalversammlung haben. Ein derartiges Übergewicht besteht insbesondere bei Publikumsgesellschaften mit hohen Börsenkapitalisierungen.

39 Eisenberg (1989), S. 1471 ff.; Sundaramurthy (1996), S. 378; Bauen/Bernet (2007), S. 136.

40 Eisenberg (1989), S. 1472; Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1171; Groner (2007), S. 283.

41 OECD (2004), S. 11 ff. bezeichnet deshalb auch die Corporate Governance als einen wesentlichen Faktor für die Sicherstellung wirtschaftlicher Effizienz, wobei die OECD den Begriff der Corporate Governance breit fasst und insbesondere auch einen funktionsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle als Teil der Corporate Governance betrachtet.

42 Vgl. für eine Übersicht Watter/Maizar (2007b), S. 34 f.

2.2.1 Die individuelle Antwort der Aktionäre: „Verkaufen“

Bei kotierten Gesellschaften sind die Aktionäre mit ihrem Investment nicht an die Gesellschaft gebunden. Mit der Börse steht ihnen ein Markt zur Verfügung, über den sie ihre Aktien verkaufen und sich so von ihrer Mitgliedschaft trennen können[43]. Wenn die Aktionäre feststellen, dass die Leitungsorgane ihre Interessen nicht wahrnehmen, weil sie das Wertpotential des Unternehmens nicht konsequent ausschöpfen, so stellt der Verkauf der Aktien ein rationales Verhalten dar, da es vor allem kleineren Aktionären kaum möglich ist, die Situation zu ändern bzw. die Leitungsorgane zu beeinflussen[44]. Diese Verkäufe führen zu tieferen Kursen[45], was die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung noch einmal erhöht. Die entsprechende Ausweitung der Bewertungslücke führt dazu, dass das Unternehmen für Personen interessant wird, welche die Kontrolle erwerben und die Wertdifferenz beseitigen wollen[46]. Die Häufung individueller Verkäufe erstellt damit die Grundlage für das Einsetzen des unten beschriebenen Marktes für Unternehmenskontrolle, der dann zu Veränderungen beim betroffenen Unternehmen führt.

2.2.2 Die Antwort der Leitungsorgane: „Incentives“

Die logische Antwort der Leitungsorgane auf die Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Leitungsorganen ist, das Entgelt der Leitungsorgane so zu definieren, dass die Leitungsorgane wie die Aktionäre direkt von einer Erhöhung des Unternehmenswertes profitieren und damit die Interessen von Aktionären

---

43 Ruffner (2005), S. 255; Kronenberg (2005), S. 34; von der Crone (2000c), S. 264; vgl. Sitkoff (2003), S. 570 ff., der die Situation des Aktionärs mit derjenigen eines Begünstigen aus einem Trust vergleicht und dabei feststellt, dass der wesentliche Vorteil des Aktionärs gegenüber dem Begünstigten darin liegt, dass er sich durch Verkauf vom Unternehmen lösen kann.

44 Bahar (2007), S. 101; Ruffner (2000), S. 425 f., ist der Ansicht, dass die Rechte der Aktionäre zur Beeinflussung der Leitungsorgane ausgebaut werden muss, da die Ausübung von Aktionärsrechten die Leitungsorgane schneller und nachhaltiger beeinflusst als ein Verkauf und die dadurch ausgelösten Marktsignale; zum Desinteresse der Aktionäre betreffend Ausübung von Stimmrechten, Ruffner (2005), S. 255; vgl. Kronenberg (2005), S. 14 f., der auf S. 236 auch das Dilemma darstellt, in dem sich Kleinaktionäre befinden, welche realistisch betrachtet nur die Wahl haben, entweder zu tiefen Kursen zu verkaufen oder auszuharren, bis sich die Verhältnisse aufgrund interner Veränderungen beim Unternehmen oder aufgrund des Marktdrucks verbessern; Sundaramurthy (1996), S. 380, tritt der These des Desinteresses allerdings entgegen und stellt fest, dass Aktionäre zwar bei Routineabstimmungen wenig Interesse zeigen, dass sie aber bei aussergewöhnlichen Abstimmungen wie z.B. im Zusammenhang mit Übernahmeversuchen ihre Stimmrechte ausüben. Zur besseren Position der Aktionäre mit grösseren Beteiligungen Berglöf/Burkart (2003), S. 191 f.; Ruffner (2000), S. 358.

45 Im Sinne der Efficient Market Theory fliesst das Verhalten der Leitungsorgane als negativer Bewertungsfaktor in die Bewertung ein; Groner (2007), S. 290.

46 Manne (1965), S. 113 stellt fest, dass Verkäufe unzufriedener Aktionäre und die damit verbundenen Kurssenkungen letztlich der eigentliche Auslöser für das Einsetzen des Marktes für Unternehmenskontrolle sind.

und Leitungsorganen parallel verlaufen[47]. Tatsächlich zeigt sich, dass eine vom Unternehmenswert abhängige Entlöhnung bzw. die Einräumung von Optionen und anderen Beteiligungsmöglichkeiten dazu führt, dass die Leitungsorgane sich stärker auf die Steigerung des Unternehmenswertes konzentrieren und entsprechend bessere Ergebnisse für die Aktionäre erzielen[48].

Obwohl Incentives das Management dazu anhalten können, das Wertpotential eines Unternehmens auszunützen, können sie selber aber auch Probleme verursachen[49].

– Asymmetrische Ausgestaltung. Eine erfolgsabhängige Entlöhnung und vor allem auch Optionsmodelle führen zwar dazu, dass die Leitungsorgane ein grosses Interesse am wirtschaftlichen Erfolg und an der Steigerung des Unternehmenswertes haben. Die Interessen der Leitungsorgane und der Aktionäre decken sich aber nicht vollständig; die Leitungsorgane profitieren von einem Anstieg des Unternehmenswertes, erleiden aber keinen Verlust, wenn sich ein Misserfolg einstellt, sondern erhalten dann ihr erfolgsunabhängiges Grundsalär[50]. Die Aktionäre dagegen verlieren bei einem Misserfolg einen Teil ihrer investierten Mittel[51]. Diese asymmetrische Struktur von Incentives kann die Leitungsorgane dazu verleiten, höhere Risiken einzugehen, um so die eigenen Gewinnchancen zu maximieren und die möglichen Verluste zu vernachlässigen, da diese von

---

47 Auf diese Weise können erfolgsabhängige Bonuszahlungen, Beteiligungs- sowie Optionsprogramme eingesetzt werden. Schiltknecht (2004), S. 101 ff., mit kritischen Darstellungen der einzelnen Modelle. Sundaramurthy (1996), S. 381; Eisenberg (1989), S. 1489; von der Crone (2000c), S. 252 ff., mit konkreten Hinweisen zur Ausgestaltung; Bohrer (2005a), S. 1010; Ruffner (2005), S. 257; Kaserer/Knoll (2002), S. 129 f.; Bergstresser/Philippon (2006), S. 512, mit Beispielen aus der amerikanischen Praxis. Grundlegend zur Wirkungsweise von Incentives: Jensen (1994), S. 40 ff.; Bergstresser/Philippon (2006), S. 511 f., mit statistischen Angaben zum Umfang derartiger Programme. Incentives, die direkt an die Entwicklung des Aktienkurses gebunden sind, führen auch dazu, dass das Management zu Übernahmeversuchen positiver eingestellt ist, da eine Übernahme zu einem direkten Gewinn führt. Sarig/Talmor (1997), S. 277.

48 Mehran (1995), S. 163 ff.; Palia (2001), S. 735 ff.; vgl. die Untersuchung von Broussard/Buchenroth/Pilotte (2004), S. 51 ff.; Kaserer/Knoll (2002), S. 129; von der Crone (2000c), S. 257 f. Deshalb sieht der Swiss Code of Best practice for Corporate Governance in Ziff. 26 auch ausdrücklich vor, dass die Entschädigung „nachvollziehbar vom nachhaltigen Erfolg des Unternehmens“ abhängig gemacht werden soll. Vgl. Watter/Maizar (2007b), die darauf hinweisen, dass die Vereinbarung von Incentives die einzige Methode ist, welche die Leitungsorgane positiv motiviert, die Interessen der Aktionäre zu verfolgen; die übrigen Methoden zur Vermeidung des Agency-Problems haben dagegen eher einen repressiven Charakter, d.h. dienen nur dazu, Fehlhandlungen des Managements zu vermeiden.

49 Vgl. zu einer Übersicht der Probleme Watter/Maizar (2007b), S. 39 ff.

50 Vgl. Eisenberg (1989), S. 1490 ff., der darlegt, dass die Bezüge des Managements auch dann auf einem hohen Niveau bleiben, wenn die Gesellschaft nur wenig Erfolg hat. Jiraporn/Kim/Davidson (2005), S. 243, weisen aufgrund einer Untersuchung amerikanischer Gesellschaften nach, dass die Entlöhnung des CEO bei hohen Gewinnen tatsächlich stark ansteigt, beim Gewinnrückgang dagegen nur geringfügig sinkt. Sie zeigen auch auf, dass der Rückgang bei den Gesellschaften am geringsten ist, bei denen die Aktionäre wenig Einfluss auf die Gesellschaft haben und dem CEO eine starke Mitsprache bei der Besetzung des Verwaltungsrates zukommt.

51 Zu dieser asymmetrische Verteilung von Gewinn und Verlust kommt es aber auch bei Optionsprogrammen; bei einem Kursanstieg profitieren die betreffenden Manager, beim Kursrückgang dagegen erleiden sie keine Verluste. Um diese asymmetrische Verteilung von Risiko und Gewinn zu vermeiden, empfehlen Gerety/Hoi/Robin (2001), S. 47, Beteiligungsprogramme, bei denen die begünstigten Verwaltungsratsmitglieder und Manager im Falle des Kursrückgangs genau wie die Aktionäre Verluste erleiden. Vgl. Watter/Maizar (2007b), S. 55.

den Aktionären allein getragen werden[52]. Eine derartige auf hohe Risiken ausgerichtete Geschäftspolitik kann bei den Aktionären zu sehr hohen Verlusten führen, wenn die Risiken sich realisieren[53].

– Anreize zu Manipulationen. Das Interesse der Leitungsorgane an hohen Aktienkursen kann dazu führen, dass sie einen Anreiz dazu haben, die Situation des Unternehmens besser darzustellen, als diese tatsächlich ist, um auf diese Weise die Aktienkurse zu steigern und so eine gute Ausgangsbasis für die Ausübung von Optionen bzw. den Verkauf von Aktien zu schaffen[54]. Dies führt zu entsprechenden Verlusten für die Marktteilnehmer, wenn später die tatsächlichen Verhältnisse offengelegt werden und die Gesellschaft gezwungen ist, mit einem Restatement die früher bekanntgegebenen Ergebnisse zu korrigieren[55].

– Ungerechtfertigter Vermögenstransfer. Bei Gesellschaften, die keinen Hauptaktionär haben, der direkten Einfluss auf die Leitungsorgane ausüben kann, handeln die Leitungsorgane ihre Entschädigung letztlich selber untereinander aus[56]. Dies kann dazu führen, dass die Leistungen der Leitungsorgane überbewertet werden und die Incentives dementsprechend zu hoch ausfallen[57]. Dies führt zu einem Vermögenstransfer von der Gesellschaft bzw. den Aktionären zu den Leitungsorganen, der ökonomisch nicht gerechtfertigt ist[58]. Dieser Vermögenstransfer kann selbst wieder dazu beitragen, dass die Börsenkapitalisierung unter dem Wert-

---

52 Ruffner (2005), S. 257.

53 Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance sieht deshalb in Ziff. 26 auch vor, dass bei der Gestaltung der Entschädigungspolitik „falsche Anreize“ zu vermeiden sind, was bedeutet, dass asymmetrische Anreizstrukturen, bei denen die Risiken des Unternehmens vernachlässigt werden, zu vermeiden sind.

54 Bergstresser/Philippon (2006), S. 512, mit Beispielen aus der amerikanischen Praxis.

55 Vgl. Bergstresser/Philippon (2006), S. 512 f., die den Fall von Xerox schildern und zeigen, dass der Ausweis überhöhter Gewinne nicht nur zu überhöhten Börsenkursen führte, sondern dem CEO auch ermöglichte, durch die Ausübung von Optionen und den Verkauf der entsprechenden Aktien hohe Gewinne zu realisieren, während die Aktionäre grosse Verluste erlitten als die früher ausgewiesenen Gewinne im Rahmen eines Restatements in korrekter Weise und entsprechend niedriger ausgewiesen wurden. Ähnliche Effekte ergaben sich auch bei Tyco, Enron sowie Waste Management und WorldCom.

56 Von der Crone (2000c), S. 254; Kaserer/Knoll (2002), S. 130; Ruffner (2005), S. 257; Bahar (2007), S. 94 ff. Im schweizerischen Kontext bedeutet dies konkret, dass der Verwaltungsrat seine eigene Entschädigung festlegt und in Verhandlungen mit der Geschäftsleitung deren Entschädigung bestimmt. Vgl. Watter/Maizar (2007b), S. 68 ff., die Möglichkeiten darstellen, um Interessenkonflikte zwischen den Organen zu lösen.

57 Von der Crone (2000c), S. 254 ff. mit konkreten Vorschlägen zur Absicherung gegen „Selbstbedienung“; vgl. Jirapon/Kim/Davidson, S. 242 ff., die feststellen, dass eine erfolgsbezogene Entlöhnung der Leitungsorgane zur Beseitigung der Agency-Probleme beitragen kann, da die Leistungsorgane auf diese Weise klar auf die Wertsteigerung des Unternehmens ausgerichtet werden, dass die Auslegung einer derartigen Entschädigung aber gleichzeitig ein zentrales Problem der Agency-Problematic ist. Sie stellen bei den Untersuchungen amerikanischer Gesellschaften auch fest, dass die Entlöhnung der Leitungsorgane wesentlich grosszügiger ist, wenn es keine grosse Aktionäre gibt, welche die Gesellschaft kontrollieren, und dem Management bei der Besetzung des Verwaltungsrates eine starke Rolle zukommt. Kritisch zur Höhe der Management-Entschädigungen Schiltknecht (2004), S. 127 ff.; Amstutz (2008), S. 6 ff.

58 Kaserer/Knoll (2002), S. 137 f., die vor allem auf die mangelnde Transparenz für die Aktionäre hinweisen und auf S. 141 vorschlagen, dass die Optionspläne von der Generalversammlung genehmigt werden sollten, um einen ungerechtfertigten Vermögenstransfer zu verhindern.

potential des Unternehmens liegt – weil der Ertrag des Unternehmens durch betriebswirtschaftlich nicht gerechtfertigten Aufwand reduziert wird.

2.2.3 Die organisatorisch/gesetzgeberische Antwort: Corporate Governance

Um das Agency-Problem zu bekämpfen, wird versucht, durch staatliche Regelungen, börsenrechtliche Selbstregulierung und zum Teil auch durch privat aufgestelltes Soft Law[59] Prozesse und Strukturen innerhalb einer Gesellschaft so zu gestalten, dass die Leitungsorgane im Interesse der Aktionäre bzw. des Unternehmens tätig sind und dass Interessenkonflikte zwischen Leitungsorganen und den Aktionären verhindert bzw. in vernünftiger Weise gelöst werden[60]. Hauptstossrichtungen[61] der entsprechenden Bemühungen ist eine Stärkung der Generalversammlung[62], die Ausgestaltung des Verwaltungsrates als unabhängiges und vom Management getrenntes Aufsichtsorgan[63] sowie die Verhinderung von Entschädigungssystemen, welche zu übermässigen Zahlungen oder falschen Incentives führen[64].

Soweit Verbesserung der Corporate Governance auf die Stärkung der Aktionärsrechte abzielen, gehen der Gesetzgeber bzw. die privaten Initianten von Corporate-Governance-Richtlinien davon aus, dass die Aktionäre beim Auftreten von Problemen nicht ihre Aktien verkaufen, sondern ihre Mitgliedschaftsrechte ausüben, um die Situation zu verbessern; diese Prämisse stimmt jedoch mindestens bei kleineren Aktionären häufig nicht. Da ihre Stimmrechte diesen Aktionären bei individueller Betrachtung keinerlei Einfluss geben, ist es für sie aus ökonomischer Sicht vernünftiger, ihre Aktien zu verkaufen und den Verkaufserlös bei Gesellschaften anzulegen, deren Leitungsorgane die Interes-

---

59 Zur Parallelität von Selbstregulierung und gesetzlicher Regulierung, Kunz (2006), S. 475 ff.; Bohrer (2005a), S. 39 ff.; vgl. Eisenberg (1989), S. 1473, der darauf hinweist, dass Bestimmungen, welche die Aktionäre schützen, als zwingendes Recht ausgestaltet sein müssen, da das Management keinen Anreiz hat einer Selbstregulierung zu folgen, welche die Manager daran hindert ihre Interessen durchzusetzen. In der Praxis ist der Erfolg der Selbstregulierung aber entgegen dieser eher pessimistischen Voraussage mindestens in der Schweiz relativ gross, da institutionelle Anleger und Medien Druck auf die Leitungsorgane ausüben, die sich nicht nach diesen Regeln richten. Dies führt dazu, dass Manager und Verwaltungsräte allein schon zum Schutz der eigenen Reputation die Corporate-GovernanceRegeln einhalten. Vgl. zur Rolle der Reputation von Verwaltungsratsmitgliedern Fama/Jensen, Separation (1983), S. 315; Böni (2007), S. 4 ff.

60 Zum Begriff der Corporate Governance Böckli (2004), § 14 N. 22 ff.; Bohrer (2005b), S. 3 ff.; von der Crone (2000c), S. 239 f.

61 OECD, Corporate Governance, S. 11 ff.; Economiesuisse, Swiss Code of Best Practice, S. 4 ff.; Böckli (2004), § 14, N. 40 ff.; vgl. Böckli/Huguenin/Dessemontet (2003), S. 2 ff.; Pletscher/Furrer (2008), S. 1 ff.; Groner (2007), S. 280; vgl. zu den Zielen der Aktienrechtsreform gemäss Botschaft vom 21. Dezember 2007, BBl 2007 S. 1606 ff., bei dieser Revision steht die Verbesserung der Corporate Governance und vor allem die Stärkung der Aktionärsrechte im Vordergrund, was der Bundesrat in der Einführung zur Botschaft auf S. 1591 ausdrücklich festhält; vgl. Kunz (2006), S. 492, der die Verbesserung der Corporate Governance als Leitstern dieser Aktienrechtsrevision betrachtet.

62 Dazu im Einzelnen Bohrer (2005b), S. 65 ff.

63 Bohrer (2005b), S. 81 ff. mit detaillierten Hinweisen auf die entsprechenden Regelungsansätze.

64 Bohrer (2005b), S. 115 ff. mit detaillierten Hinweisen auf die Höhe der Entschädigung.

sen der Aktionäre wahrnehmen[65]. Anders verhält sich allerdings ein Teil der institutionellen Investoren; eine steigende Zahl von institutionellen Investoren benützt ihre aktienrechtlichen Mitspracherechte heute bewusst, um Veränderungen bei kotierten Gesellschaften herbeizuführen[66].

Zusätzlich hat sich in den letzten Jahren auch eine Klasse von „aktiven" Aktionären entwickelt, die gezielt Aktien von Unternehmen erwerben, deren Leitungsorgane das Potential der Gesellschaft nicht konsequent wahrnehmen, was den betreffenden Investoren die Möglichkeit gibt, durch die Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte Druck auf die Organe auszuüben, um eine entsprechende Wertsteigerung herbeizuführen[67].

Da die Generalversammlung trotz einer Verstärkung der Aktionärsrechte[68] und des Auftretens aktiver Aktionäre in den wenigsten Fällen in der Lage ist, zeitgerecht in die Unternehmenstätigkeit einzugreifen[69], konzentrieren sich Bestrebungen zur Verbesserung der Corporate Governance vor allem auf die Rolle des Verwaltungsrates, der so zu dem für die Corporate Governance

---

65 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1171; Groner (2007), S. 289; zum Desinteresse der Aktionäre vgl. Kronenberg (2005), S. 14 f. sowie S. 236; Sundaramurthy (1996), S. 380, stellt dagegen fest, dass bei wesentlichen Abstimmungen viele Aktionäre ihre Stimme ausüben.

66 OECD, Corporate Governance, S. 13; Schiltknecht (2004), S. 72 ff. Sundaramurthy (1996), S. 381, der zum Schluss kommt, dass ein hoher Anteil von institutionellen Anlegern, die bereit sind, ihre Stimmrechte auszuüben, einen disziplinierenden Einfluss auf die Leitungsorgane einer Gesellschaft hat. Ein Beispiel für ein aktives Vorgehen institutioneller Anleger ist in der Schweiz die Ethos-Stiftung, die nicht nur Stimmrechte aus eigenen Vermögensverwaltungsmandaten wahrnimmt, sondern auch Abstimmungsempfehlungen für weitere institutionelle Anleger abgibt; www.ethosfund.ch/d/ethos-stiftung/ethos-organisation.asp (9. Juni 2008); ein international bekanntes Beispiel ist Calpers, California Public Employees Retirement System, eine der grössten Pensionskassen der USA, die ihre Stimmrechte bewusst dazu ausnützt, Veränderungen bei Gesellschaften herbeizuführen, die ihr Potential nicht ausnutzen. Auch diese Organisation teilt ihre Absichten jeweils den anderen Aktionären vor einer Generalversammlung mit, um diese zum gleichen Abstimmungsverhalten zu motivieren (www.calpers.ca.gov). Bohrer (2005b), S. 33; Ruffner (2005), S. 255, der davon ausgeht, dass aktive Grossaktionäre ein Garant dafür sein können, dass das Management „den Pfad der Tugend nicht verlässt". Beim Verhalten der institutionellen Anleger ist es in den letzten 30 Jahren offensichtlich zu einer starken Veränderung gekommen; Eisenberg (1989), S. 1476, ging noch davon aus, dass sich institutionelle Investoren wie insbesondere Pensionskassen immer mit dem Management solidarisieren.

67 Sarig/Talmor (1997), S. 278 f. In diesem Sinne sind in der Schweiz als Investoren insbesondere Tito Tettamanti (Sarna, Ascom etc.), Adriano Agosti (Valora, IC Cham, SIG etc.) und Laxey (Saurer, Implenia) in Erscheinung getreten; anschaulich sind aber auch die Angaben der InCentive Capital im Angebotsprospekt für Sulzer vom 30. März 2001, S. 15, machte, wo sie sich ausdrücklich als Katalysator für Veränderungen darstellte: „... bei Unternehmen, die unterbewertet sind oder strategisches Potential aufweisen als Katalysator für notwendigen Wandel zu wirken. Ziel dieser Tätigkeit ist sowohl für die Aktionäre von InCentive als auch für die betroffenen Unternehmen Mehrwert zu schaffen." Ruffner (2000), S. 415 ff., sieht „aktive Aktionäre" bzw. institutionelle Anleger, welche ihre Stimmrechte bewusst ausüben, als ein wesentlicher Mechanismus zur Kontrolle der Leitungsorgane und zur Wertsteigerung bei kotierten Gesellschaften.

68 Vgl. OECD, Corporate Governance, S. 20 ff.; Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Ziff. 2 ff.

69 Die „aktiven Investoren" sind deshalb meistens auch ausserhalb der Generalversammlungen tätig, indem sie über die Medien Druck auf den Verwaltungsrat ausüben.

zentralen Gesellschaftsorgan wird[70]. Er soll als Aufsichtsgremium über die Geschäftsleitung sicherstellen, dass diese die Aktionärs- und Unternehmensinteressen wahrnimmt und dass das Management seine Position nicht ausnützt, um die Aktionäre zu übervorteilen[71]. Zu diesem Zweck soll der Verwaltungsrat nicht nur vom Management unabhängig sein, sondern auch über die notwendigen Instrumente zur Überwachung der Geschäftsleitung verfügen[72]. Durch diese Corporate-Governance-Regeln, die dem Verwaltungsrat eine zentrale Überwachungsfunktion im Unternehmen zuweisen, wird der Verwaltungsrat aber auch stark in die Pflicht genommen. Von ihm wird insbesondere erwartet, dass er diese Funktion mit der notwendigen Sorgfalt ausübt und in kritischer Distanz die Zahlen des Unternehmens sowie die Tätigkeit des Managements analysiert, für die Einhaltung gesetzlicher und gesellschaftsinterner Regeln durch das Management sorgt und auch die Strategie auf der Basis der vorhandenen Mittel und Möglichkeiten des Unternehmens festlegt[73]. Die hohen Erwartungen, welche der Gesetzgeber und die Träger von Soft-Law-Regelungen in den unabhängigen Verwaltungsrat gesetzt haben, können von diesem zum Teil aber nicht erfüllt werden[74]:

– Unabhängigkeit und effiziente Überwachungsfunktion als Gegensätze. Unabhängigkeit und effiziente Überwachungsfunktion des Verwaltungsrates schliessen sich zum Teil aus. Verwaltungsratsmitglieder, die völlig unabhängig sind, d.h. weder beim Unternehmen selbst noch bei einem Konkurrenten in einer Geschäftsführungsposition tätig sind oder tätig waren, verstehen häufig das Geschäftsmodell und die konkrete Tätigkeit des Unternehmens zu wenig, um die Geschäftsleitung tatsächlich zu ü-

---

70 Hopt (2000), S. 783; Sundaramurthy (1996), S. 382, mit weiteren Verweisen, Groner (2007), S. 280 und S. 282; Easterbrook/Fischel (1998), S. 1; Williamson (1984), S. 1199; diese zentrale Bedeutung des Verwaltungsrates für die Ausgestaltung der Corporate Governance wird rein schon dadurch unterstrichen, dass sich die meisten Bestimmungen des Swiss Code of Best Practice auf den Verwaltungsrat beziehen; Economiesuisse, Swiss Code of Best Practice, Ziff. 9 ff.

71 Böckli (2004), §14, N. 247 ff.; Schiltknecht (2004), S. 81, bezeichnet den Verwaltungsrat als „Dreh- und Angelpunkt der Corporate Governance".

72 Ziff. 9 ff. des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance; Schiltknecht (2004), S. 87 ff.; interessant ist die Studie von Sundaramurthy, Corporate Governance, S. 183, der verschiedener Faktoren untersucht, die eine Wirkung auf die Unabhängigkeit und Effizienz des Verwaltungsrates haben. Er stellt fest, dass die Effizienz ansteigt, wenn der Verwaltungsrat eine grössere Anzahl von unabhängigen Mitgliedern aufweist, die nicht auf Empfehlung des CEO gewählt wurden und über eine hohe eigene Beteiligung an der Gesellschaft verfügen.

73 OECD, Corporate Governance, S. 27, Ziff. VI; vgl. insbesondere Ziff. 9 und 10 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance; vgl. Böckli (2004), §14 N. 369 ff., der daraufhin weist, dass dies zu einer Überforderung des Verwaltungsrates und zu einer Verschärfung des Haftungsrisikos für Verwaltungsräte führen kann. Brunhart (2006), S. 905 ff.

74 Für eine kritische Sicht der Corporate Governance Bemühungen, Bohrer (2005a), S. 1005 ff.; vgl. Groner (2007), S. 285 ff. Interessant ist die Aussage von Ruffner (2005), S. 261, der davon ausgeht, dass die Autoren von Corporate Governance Codices und Best Practice Standards zum Teil „unternehmerisches Handeln durch Corporate Governance ersetzen" wollen.

berwachen[75]. Selbst ein Verwaltungsratsmitglied, das über eine gewisse Branchenkenntnis verfügt, hat aber Mühe, sich im Rahmen des für Verwaltungsräte üblichen Zeitaufwands genügend Informationen zu verschaffen, um die Tätigkeit der Geschäftsleitung detailliert zu überwachen; in den meisten Fällen ist der Informationsvorsprung der Geschäftsleitung gegenüber einem nebenamtlichen Verwaltungsratsmitglied so gross, dass das betreffende Verwaltungsratsmitglied die Angaben, die es von der Geschäftsleitung erhält, nicht kritisch hinterfragen kann[76]. Dies führt leider häufig dazu, dass der Verwaltungsrat Probleme, die von der Geschäftsleitung nicht freiwillig offen gelegt werden, erst in einem sehr späten Stadium erkennt, d.h. wenn diese so gross sind, dass sie aus dem Reporting herausstechen[77]. Gleicht ein Verwaltungsratsmitglied den Informationsvorsprung der Geschäftsleitung dadurch aus, dass es sehr viel Zeit aufwendet, so verliert es seine Unabhängigkeit. Je grösser der zeitliche Aufwand und je höher die Entschädigung wird, desto schwieriger wird es für ein Verwaltungsratsmitglied, seine Unabhängigkeit aufrechtzuerhalten; wird die Verwaltungsratstätigkeit sogar zur Haupttätigkeit und das entsprechende Entgelt zur Haupteinnahmequelle[78], so ist das Verwaltungsratsmitglied praktisch in der gleichen Position wie ein Geschäftsleitungsmitglied und kann nicht mehr als unabhängig betrachtet werden[79].

– Eigeninteressen des Verwaltungsrates. Zum Teil wirken auf Stufe des Verwaltungsrates die gleichen Mechanismen wie beim Management, die dazu führen, dass auch die Verwaltungsratsmitglieder ihre eigenen Interessen optimieren und nicht mehr konsequent die Interessen des Aktionärs und des Unternehmens selbst wahrnehmen[80]. Der Verwaltungsrat wird auf diese Weise Teil des Problems und stellt nicht mehr die Lösung dar. Diese Situation kann vor allem dann entstehen, wenn der Verwaltungsrat sich sehr stark für das Unternehmen engagiert und deshalb auch ein seinem Wertbeitrag und seinem Risiko entsprechendes Entgelt for-

---

75 Zu den Problemen unabhängiger Verwaltungsrsatsmitglieder: Groner (2007), S. 287; kritisch zur Rolle der unabhängigen Verwaltungsräte, Schiltknecht (2004), S. 88 ff.; vgl. Ruffner (2005), S. 256, der darauf hinweist, dass bei Enron 80% der Verwaltungsräte „unabhängig“ waren und dass es gerade diesen Verwaltungsratsmitgliedern nicht gelang, die Interessen der Aktionäre zu wahren bzw. die Geschäftsleitung an ihrer wertvernichtenden und zum Teil sogar kriminellen Tätigkeit zu hindern.

76 Fama/Jensen, Separation (1983), S. 314; vgl. Schiltknecht (2004), S. 81 f.

77 Dieses Problem wird zum Teil gerade durch die Unabhängigkeit des Verwaltungsrates (vgl. Ziff. 16 Abs. 2 sowie 22 des Code of Best Practice) noch verstärkt – wenn ein Verwaltungsrat weder je im Unternehmen selbst tätig war noch bei der Konkurrenz (eine frühere Tätigkeit bei Konkurrenzunternehmen könnte zu Interessenkonflikten führen und schliesst bei strenger Betrachtung eine Verwaltungsratstätigkeit häufig aus), so verfügt er meist nicht über das notwendige Industrie-Know-how, um Probleme früh zu erkennen.

78 Dieser Fall tritt bei vielen Publikumsgesellschaften beim Verwaltungsratspräsidenten ein.

79 Groner (2007), S. 287.

80 Vgl. zu diesen Mechanismen Fama (1980), S. 293 f.; Groner (2007), S. 286 f.; Fama/Jensen (1983), S. 315, gehen allerdings davon aus, dass unabhängige Verwaltungsräte ihre Reputation, die sie in anderen Funktionen haben, z.B. als Konzernleitungsmitglied anderer Gesellschaften oder als Politiker, schützen wollen und deshalb nicht einfach den eigenen Interessen nachgeben. Ruffner (2005), S. 259 ff.; von der Crone (2000c), S. 272; kritisch zur Rolle der Reputation Schiltknecht (2004), S. 90 ff.

dert. Dies bringt den Verwaltungsrat bezüglich seines Entgelts in die genau gleiche Situation wie die Geschäftsleitung; er wird versuchen, dieses Entgelt zulasten der Gesellschaft bzw. der Aktionäre zu maximieren.

Trotz dieser Probleme kann eine gute Corporate Governance dazu beitragen, die Interessen der Aktionäre besser abzusichern und Interessenkonflikte zu vermeiden. Die oben dargestellten Probleme zeigen aber, dass Regeln über Corporate Governance allein nicht genügen, um das Agency-Problem vollumfänglich zu lösen.

2.2.4 Die institutionelle Antwort: „Transparenz"

Transparenz, d.h. die Offenlegung aller Informationen, die für die Beurteilung der Tätigkeit und des Erfolges kotierter Unternehmen bzw. ihrer Leitungsorgane notwendig sind, ist eine unabdingbare Voraussetzung für die richtige Bewertung von Aktien in einem effizienten Markt[81] und für die Kontrolle der Organe durch die Aktionäre sowie die zielgerichtete Ausübung der Aktionärsrechte[82]. Transparenz ist daher auch vor allem eine Forderung der institutionellen Anleger, da diese nicht nur mit ihren Analysten die Daten, die sie von den Unternehmen erhalten, verarbeiten, sondern auch ihre Aktionärsrechte gemäss den Ergebnissen dieser Analysen ausüben[83].

Die Offenlegung der für die Bewertung des Unternehmens wesentlichen Daten führt dazu, dass ungenügende Leistungen der Leitungsorgane bekannt und damit im Aktienkurs des betreffenden Unternehmens abgebildet werden[84]. Liegen erhebliche Probleme vor, so führt diese Offenlegung zu einer Reduktion der Börsenkapitalisierung, was die Differenz zwischen dem Wertpotential, das bei optimaler Führung erreicht werden kann, und der Börsenkapitalisierung vergrössert. Dies wiederum kann dazu führen, dass das Unternehmen für Per-

---

81 Da Transparenz im Rahmen eines effizienten Marktes den Anlegern den Kauf und Verkauf von Aktien zum „richtigen" Preis ermöglicht wird Transparenz auch oft das zentrale Instrument des Anlegerschutzes betrachtet; kritisch zu dieser Position Ruffner (2000), S. 353 und S. 429.

82 OECD, Corporate Governance, S. 25, Ziff. V.; Bahar (2007), S. 112.

83 Sundaramurthy (1996), S. 381; zu Interventionen institutioneller Investoren, Ruffner (2000), S. 357; vgl. zu einer kritischen Sicht der Transparenz Druey (1997), S. 36 ff. Das von Druey vorgebrachte Argument, dass die Investoren durch zu detaillierte Informationen überfordert werden, ist m.E. allerdings nicht stichhaltig, da es für die Umsetzung der betreffenden Informationen genügt, wenn ein beschränkter Kreis von professionellen Investoren diese Informationen versteht und im Rahmen seiner Kaufs- und Verkaufsentscheide umsetzt (dazu Ziff. I.1.1.1).

84 Sitkoff (2003), S. 579. Böckli (2004), § 8 N. 22 f., betrachtet die Rechnungslegung kotierter Gesellschaften daher auch als den entscheidenden Kernbereich der Transparenz, da die Offenlegung der Resultate und der finanziellen Verhältnisse einer kotierten Gesellschaft direkt die Kurse beeinflusst. In der Schweiz stand in letzter Zeit allerdings weniger die Transparenz bezüglich bewertungsrelevanter Fragen im Vordergrund des Gesetzgebungsverfahrens, sondern die Bekanntgabe der Bezüge des Managements kotierter Gesellschaften. Sie haben zwar bei den wenigstens Gesellschaften einen Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens, stehen aber im Zentrum des Agency-Problems, da in diesem Bereich zwischen Aktionären und Leitungsorganen die schärfsten Interessengegensätze existieren und für die Leitungsorgane die Möglichkeit einer „Selbstbedienung" besteht. Von der Crone (2000c), S. 256 f. In diesem Sinne wurden per 1.1.2007 die neuen Art. 663 b und c OR in Kraft gesetzt, welche Gesellschaften zur weitgehenden Offenlegung der Bezüge des Managements verpflichten. Vgl. dazu Hallauer/Watter (2007b), S. 582; Weber/Huber (2001), S. 101 ff.; Watter/Maizar (2007a), S. 5 ff., zur Entstehungsgeschichte S. 6 f.; Böni (2007), S. 16 ff. mit rechtsvergleichenden Hinweisen.

sonen attraktiv wird, welche an der Kontrolle interessiert sind, sodass der weiter hinten dargestellte Markt für Unternehmenskontrolle als Korrekturfaktor einsetzen kann[85]. Transparenz fördert aber auch das Verantwortungsbewusstsein der Leitungsorgane, da diesen bewusst wird, dass sie durch Aktionäre, Analysten und Medien kritisch beobachtet werden. So hatte der Zwang zur Offenlegung der Corporate Governance, den die SIX mit der Corporate-Governance-Richtlinie[8687] eingeführt hat, die Konsequenz, dass sehr viele Unternehmen ihre Corporate Governance verbessert und dem Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance angepasst haben[88]. Transparenz hat in diesem Sinne eine präventive Wirkung; die Leitungsorgane werden Sachverhalte, die sie offen legen müssen, so gestalten, dass sie keine negativen Reaktionen hervorrufen.

---

85 Eine hohe Transparenz ist im Weiteren auch Voraussetzung für das Funktionieren des Unternehmenskontrollmarktes, da die Offenlegung von geschäftlichen und finanziellen Verhältnissen einer Gesellschaft ein feindliches Angebot erleichtert. Werden nicht genügend Daten offengelegt, um ein Unternehmen zu bewerten, so kann ein Dritter nur ein Angebot machen, wenn ihm der Verwaltungsrat der betreffenden Gesellschaft einen tieferen Einblick in die Unterlagen und Informationen bezüglich der Gesellschaft gegeben hat, was dem Verwaltungsrat wieder ermöglicht, durch eine Verweigerung der Offenlegung jede Übernahme zu verhindern; vgl. Romerio/Gerhard (2007), S. 4; Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer E 3.2.2 und 3.2.3.5.

86 Richtlinie betr. Information zur Corporate Governance (RLCG). Böckli (2004), § 14 N. 229 ff.; vgl. dazu Bauen/Bernet 2007, S. 256 ff.

87 Zu dieser Richtlinie vgl. Waser (2008), S. 648 ff.

88 Waser (2008), S. 649, mit Hinweisen auf zwei Studien des Institutes für Rechnungswesen und Controlling der Universität Zürich, die zeigen, dass sich die Corporate Governance kotierter Unternehmen nach der Inkraftsetzung der Corporate-Governance-Richtlinie des SIX wesentlich verbessert hat.

2.2.5 Die Antwort des Marktes: „Der Markt für Unternehmenskontrolle“

Die Kontrolle über ein Unternehmen ermöglicht es, darüber zu bestimmen, wie die Ressourcen eines Unternehmens genutzt werden, und auch seine Struktur und Organisation im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeit zu gestalten[89]. Die Kontrolle über ein Unternehmen erlaubt daher insbesondere, die Massnahmen umzusetzen, die notwendig sind, um die Differenz zwischen Börsenkapitalisierung und Wertpotential zu überbrücken. Weicht die Börsenkapitalisierung sehr stark vom Wertpotential ab, so entsteht für Investoren ein starker Anreiz durch den Erwerb der Mehrheit oder einer massgebenden Beteiligung, die Kontrolle über ein Unternehmen zu erwerben, um Massnahmen zur Wertsteigerung des Unternehmens zu realisieren und so den Wert der eigenen Beteiligung entsprechend zu steigern[90].

Der Markt für Unternehmenskontrolle geht weiter als der Börsenmarkt, der, wie vorne dargestellt, den tatsächlichen Unternehmenswert abbildet und auf dieser Basis zur Kapitalallokation beiträgt. Der Markt für Unternehmenskontrolle führt zu Veränderungen und hat – sofern der neue Inhaber der Kontrolle tatsächlich die Wertsteigerung realisiert – auch einen direkten wertsteigernden Einfluss[91]. Die verändernde und wertsteigernde Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle entfaltet sich allerdings auch, wenn ein Unternehmen nicht übernommen wird. Allein schon die Möglichkeit des Kontrollübergangs hat eine präventive Wirkung: Die Gefahr einer Übernahme und die negativen Folgen, welche eine Übernahme für die Leitungsorgane der übernommenen Gesellschaft mit sich bringen kann, motiviert diese häufig dazu, selbst die Massnahmen umzusetzen, die notwendig sind, um die Differenz zwischen Unternehmenswert und Börsenkapitalisierung zu schliessen[92]. In diesem Sinne hat der Markt für Unternehmenskontrolle eine disziplinierende Wirkung. Diese trägt dazu bei, das Agency-Problem zu bekämpfen, und ergänzt so die internen Bemühungen zur Corporate Governance durch einen externen marktbezogenen Regelungsmechanismus[93], der primär dann eingreift, wenn die internen Mechanismen nicht ausreichen, um das Management dazu anzuhalten, die In-

---

89 Müller-Stewens (2000b), S. 12.

90 Manne (1965), S. 113. Berglöf/Burkart (2003), S. 139 f.; Groner (2007), S. 290.

91 Müller/Steewens (2000b), S. 12 charakterisiert den Markt für Unternehmenskontrolle als „Arena ..., in der verschiedene Führungsteams um die Rechte zum Management der Ressourcen eines Unternehmens konkurrieren“; Zantout (1994), S. 60 bezeichnet den Unternehmenskontrollmarkt auch als „External Control Mechanism of Last Resort“, der einsetzt, wenn die internen Regulierungsmassnahmen eines Unternehmens im Rahmen seiner Governance nicht dazu ausreichen, das Management dazu anzuhalten, die Lücke zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu schliessen; Coffee (1984), S. 1152; Jensen (1993), S. 851 ff.; Fama (1980), S. 295; Böni (2007), S. 11.

92 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1169. Coffee (1984), S. 1192 ff.; Berglöf/Burkart (2003), S. 193 f.; Ruffner (2005), S. 255; Schiltknecht (2004), S. 48 f.; Borner (1997), S. 246; Kronenberg (2005), S. 36: Diese präventive Wirkung ist letztlich das Spiegelbild der hinten in Ziff. III.K.5.1.5 dargestellten Aussage, dass die Steigerung der Börsenkapitalisierung das beste Verteidigungsmittel für ein übernahmegefährdetes Unternehmen ist.

93 Hopt (2000), S. 782 f. zur Unterscheidung von externen und internen Regelungsmechanismen; Sundaramurthy (1996), S. 378; Böni (2007), S. 7 f.

teressen der Aktionäre konsequent zu verfolgen und die Bewertungslücke zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu schliessen[94]. Wesentlich ist der Unternehmenskontrollmarkt deshalb gerade dann, wenn dem Management der Wille fehlt, wertsteigernde Massnahmen durchzusetzen, bzw. der Verwaltungsrat das Management nicht zu derartigen Massnahmen motivieren kann; in einer derartigen Situation kann letztlich nur eine Übernahme oder wenigstens die latente Drohung einer derartigen Transaktion zu den beim Unternehmen notwendigen Änderungen führen[95].

Der Markt für Unternehmenskontrolle bzw. der präventive Druck, der von diesem Markt ausgeht, kann aber auch nicht alle Probleme beseitigen, die durch das Agency-Problem bzw. durch die mangelnde Umsetzung des Wertpotentials eines Unternehmens entstehen[96].

– Da die Transaktionskosten für die Übernahme der Kontrolle relativ hoch sind[97], kann der Markt für Unternehmenskontrolle erst greifen, wenn die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung eine Grösse überschreitet, die nicht nur die Transaktionskosten abdeckt, sondern dem Erwerber auch eine risikogerechte Rendite ermöglicht[98]. Vermutlich dürfte eine Bewertungsdifferenz von mindestens 30–40% notwendig sein, um tatsächlich eine Marktreaktion auszulösen[99]. Der Markt für Unternehmenskontrolle greift daher nur dann, wenn der Druck von Aktionären und Verwaltungsrat nicht ausreicht, um die Lücke zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu schliessen bzw. auf ein vernünftiges Mass zu re-

---

94 Coffee (1984), S. 1232; OECD, Corporate Governance, S. 21, Ziff. II.E., fordert daher die Mitgliedstaaten ausdrücklich auf, die Voraussetzungen für ein effizientes und transparentes Funktionieren des Marktes für Unternehmenskontrolle zu schaffen, um diesen Aspekt der externen Kontrolle zu fördern; vgl. Zantout (1994), S. 60; Shleifer/Vishny (1988), S. 11; O'Sullivan/Wong (1999), S. 139; Fama (1980), S. 295. Ruffner (2000), S. 357, stellt fest, dass Unternehmensübernahmen wegen ihrer hohen Transaktionskosten nur greifen sollten, wenn die normalen Kontroll- und Überwachungsmechanismen gegenüber den Leitungsorganen der Gesellschaft versagt haben. Ruffner (2005), S. 255.

95 Morck/Shleifer/Vishny (1988), S. 852: Shleifer/Viscny (1988), S. 11; Coffee (1984), S. 1203.Kritisch zur Wirkung des Unternehmungskontrollmarktes Berglöf/Burkart (2003), S. 175 f., die darauf hinweisen, dass in Europa viele Familienunternehmen existieren, die erfolgreich sind, obwohl sie nicht dem Druck des Marktes für Unternehmenskontrolle ausgesetzt sind; m.E. widerlegt dies die positive Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle nicht – bei Familienunternehmen üben die Aktionäre meistens selbst direkten Druck auf die Unternehmensleitung aus, falls diese das Potential des Unternehmens nicht ausnützt. Die disziplinierende Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle ist dagegen für die Unternehmen wichtig, die wegen der breiten Streuung ihres Aktionariates keine Aktionäre haben, die direkt Einfluss auf die Geschäftsleitung ausüben können.

96 Kritisch zu den Auswirkungen des Marktes für Unternehmenskontrolle Eisenberg (1989), S. 1497, der zwar von einer grundsätzlich positiven Wirkung ausgeht, gleichzeitig aber festhält, dass der Markt für Unternehmenskontrolle gesetzliche Regeln zur Verbesserung der Corporate Governance und zur Beseitigung von Interessenkonflikten nicht ersetzen kann. Diese Sicht ist m.E. richtig, da der Markt für Unternehmenskontrolle nur einer der Lösungsansätze ist, um das Agency-Problem zu bekämpfen und, wie in Ziff. I.2.2.6. dargestellt, am besten im Zusammenhang mit den anderen Lösungsansätzen wirkt.

97 Ruffner (2000), S. 357; Ruffner (2005), S. 255.

98 Coffee (1984), S. 1201; Roll (1986), S. 198.

99 Shleifer/Vishny (1997), S. 756; Meier-Schatz (1987), S. 34; Kronenberg (2005), S. 235; Jacobs (1991), S. 115.

duzieren[100]. Wenn die Leitungsorgane eines Unternehmens zwar das Potential nicht vollständig ausnützen, aber die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung in einem vertretbaren Mass halten, so können sie meistens vermeiden, dass es zu einem Übernahmeangebot kommt[101].

– Hat ein Unternehmen aufgrund eines Versagens seiner Leitungsorgane grosse Probleme, so kann der Markt für Unternehmenskontrolle manchmal auch nicht mehr greifen. Wenn die „unternehmerischen Altlasten" einer Gesellschaft ein bestimmtes Mass überschritten haben, kann es nämlich dazu kommen, dass sich kein potentieller Erwerber mehr zutraut, diese Probleme zu lösen und das Wertpotential zu realisieren[102], obwohl gerade in diesen Fällen eine sehr grosse Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung existiert.

2.2.6 Das Zusammenwirken der einzelnen Methoden zur Überwindung des Agency-Problems

Letztlich wirken die oben dargestellten einzelnen Methoden zur Überwindung des Agency-Problems zusammen und bilden so ein System, das es ermöglicht, das Agency-Problem einzudämmen und sicherzustellen, dass die Interessen der Aktionäre im Rahmen des Unternehmens gewahrt werden[103]. Keiner dieser Faktoren kann das Agency-Problem allein lösen. Im Zusammenspiel der einzelnen Methoden ergibt sich aber doch ein starker Druck auf die Leitungsorgane, die Interessen der Aktionäre zu wahren und das Wertpotential des Unternehmens zu realisieren. Gerade das Zusammenspiel zwischen Transparenzvorschriften, der Abbildung von Problemen durch einen entsprechend tiefen Aktienkurs und das Einsetzen des Marktes für Unternehmenskontrolle führen gesamthaft betrachtet oft zu einer Disziplinierung der Leitungsorgane bzw. dazu, dass diese tatsächlich versuchen, das Potential des Unternehmens zugunsten der Aktionäre vollumfänglich auszunützen[104].

---

100 Zantout (1994), S. 60; Coffee (1984), S. 1232.

101 Vgl. Coffee (1984), S. 1201, der zum Schluss kommt, dass übermässige Bezüge des Managements nicht ausreichen, um eine Übernahme auszulösen, da diese Zahlungen nicht zu einer genügend hohen Werteinbusse führen.

102 Meier-Schatz (1985), S. 97; Ruffner (2005), S. 255; Kronenberg (2005), S. 235.

103 Berglöf/Burkart (2003), S. 207; Sundaramurthy, Corporate Governance, S. 378 ff.; Shleifer/Vishny (1997), S. 769 ff.; Watter/Maizar (2007b), S. 64 f.; vgl. Eisenberg (1989), S. 1497 ff., der feststellt, dass der Markt für Unternehmenskontrolle gesetzliche Regelung zur Verbesserung der Corporate Governance nicht ersetzen kann, da diese Marktmechanismen nur eingreifen, wenn es zur grossen Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung kommt; vgl. Ruffner (2005), S. 254.

104 Daher erwähnt OECD, Corporate Governance, S. 21, Ziff. II.E., auch ausdrücklich die Förderung des Marktes für Unternehmenskontrolle als einen Schritt zur Verbesserung der Corporate Governance.

3. Der Markt für Unternehmenskontrolle

3.1 Grundsätzliche Marktmechanismen

3.1.1 Der Anstoss: Die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung übersteigt die Transaktionskosten

Der Markt für Unternehmenskontrolle setzt in dem Zeitpunkt ein, in dem ein Dritter die Differenz zwischen der Börsenkapitalisierung eines Unternehmens und seinem Wertpotential erkennt[105]. Dieser Dritte wird allerdings nur dann aktiv, wenn er bei der Analyse der betreffenden Gesellschaft zum Schluss kommt, dass er diese Differenz nach Übernahme der Kontrolle realisieren kann und dass der dadurch erzielte Gewinn grösser ist als die Kosten für die Übernahme des Unternehmens[106]. Der Umstand, dass eine Übernahme der Kontrolle nur interessant ist, wenn die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung die Kosten der Übernahme[107] übersteigt und dem Übernehmer einen Gewinn lässt, führt dazu, dass nicht jede derartige Differenz zu einer Übernahme bzw. zu Übernahmeversuchen führt, sondern nur Differenzen, die bei mindestens 30–40% liegen[108].

3.1.2 Der Preis der Unternehmenskontrolle

Die Möglichkeit, durch die Kontrolle eines Unternehmens die Unternehmensführung zu optimieren und damit gegenüber dem aktuellen Börsenkurs einen Mehrwert zu realisieren, stellt einen ökonomischen Wert dar[109]. Erwirbt eine Person eine Mehrheitsbeteiligung an einer kotierten Gesellschaft und erhält damit die Kontrolle über die Gesellschaft, so muss sie mindestens bei einem rationalen Verhalten der Verkäufer diesen ökonomischen Wert abgelten:

– Beim Erwerb einer beherrschenden Beteiligung vom Hauptaktionär einer Gesellschaft muss der Käufer in den meisten Fällen eine Kontrollprämie bezahlen[110]. Verkäufer verlangen eine derartige Prämie zum Teil auch schon dann, wenn die betreffende Beteiligung unter 50% liegt und damit in rechtlicher Hinsicht keine sichere Beherrschung ergibt, aber immerhin so gross ist, dass der Erwerber faktisch die Kontrolle über die

---

105 Roll (1986), S. 198; Groner (2007), S. 290. Eisenberg (1989), S. 1497.

106 Zu diesen Überlegungen Coffee (1984), S. 1201; Roll (1986), S. 198; Kronenberg (2005), S. 304.

107 Zu den Kosten gehören dabei nicht nur die eigentlichen Transaktionskosten, sondern auch die Prämie, die bezahlt werden muss, um die Aktionäre zum Verkauf zu bewegen, vgl. zur Theorie der Arbitrage zwischen dem Börsenmarkt und dem Markt für Unternehmenskontrolle Coffee (1984), S. 1171 m.w.H.

108 Coffee (1984), S. 1201; Shleifer/Vishny (1997), S. 756; Meier-Schatz (1987), S. 34; Kronenberg (2005), S. 235; Jacobs (1999), S. 115.

109 Manne (1965), S. 112; Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1117; Borner (1998), S. 280 ff.

110 Borner (1998), S. 280 f.

Generalversammlung hat[111] – ein Ziel, das bei den meisten Gesellschaften bereits mit einer Beteiligung von 25–30% erreicht werden kann[112]. Bei rationaler Preisgestaltung muss sich die Höhe der Kontrollprämie in diesen Fällen danach richten, inwieweit die betreffende Beteiligung tatsächlich zur Beherrschung der Gesellschaft beitragen kann[113].

– Beim öffentlichen Übernahmeangebot zeigt sich die Kontrollprämie in der Differenz zwischen dem Übernahmepreis und dem Börsenkurs vor der Publikation des Angebotes; ein Angebot kann nur erfolgreich sein und zum Erwerb der Kontrolle führen, wenn der Anbieter einen Preis offeriert, der für die Anleger so attraktiv ist, dass sie eine genügende Anzahl von Aktien verkaufen.

– Erfolgt der Erwerb einer kotierten Gesellschaft zweistufig, indem der Anbieter zunächst in einer privaten Transaktion eine beherrschende Beteiligung erwirbt und nachher ein öffentliches Angebot an die Minderheitsaktionäre macht, so teilt sich die Kontrollprämie entsprechend der wirtschaftlichen Bedeutung der zwei Schritte für den Erwerb der Kontrolle des Unternehmens auf; der Anbieter wird zumindest bei rationaler Preisgestaltung für den Erwerb der beherrschenden Beteiligung einen höheren Preis zahlen als beim öffentlichen Angebot, da dem Erwerb der weiteren Aktien nach Erringung der Kontrolle eine geringere Bedeutung zukommt[114].

Die Höhe der Kontrollprämie, die der Übernehmer im konkreten Fall bezahlen muss, wird durch Verhandlungen zwischen Erwerber und Verkäufer festgelegt, wenn die Kontrolle durch den Erwerb einer beherrschenden Beteiligung übergeht. Erwirbt der Übernehmer dagegen die Kontrolle durch ein öffentliches Angebot, das sich an eine Vielzahl von kleineren und mittelgrossen Aktionären richtet, so kann er mit den Aktionären vorgängig keine Verhandlungen führen, sondern muss selbst abschätzen, wie hoch die Prämie sein muss, damit tatsächlich eine genügende Anzahl von Aktien verkauft wird[115].

Massgebliches Kriterium zur Bestimmung der Übernahmeprämie ist für den Übernehmer die Höhe der Differenz von Börsenkapitalisierung und Wertpo-

---

111 Bachmann (1992), S. 59 f.; Kronenberg (2005), S. 96.

112 Berglöf/Burkart (2003), S. 180; vgl. zu den Verhältnissen in Deutschland, Franks/Mayer (2001), S. 946 f.

113 Vgl. die Untersuchung von Franks/Mayer (2001), S. 969 ff., zu den Prämien, die bei einem Kauf von grossen Beteiligungen bezahlt werden.

114 Borner (1998), S. 284; vgl. die bei Bachmann (1992), S. 33 ff., dargestellten mehrstufigen Übernahmen; Schärer/Waller (2008), S. 60 ff.

115 Zu den Überlegungen des Anbieters bei der Festsetzung des Preises Roll (1986), S. 200; vgl. Groner (2007), S. 294; in derartigen Situationen verhandelt der Erwerber, wie hinten in Ziff. III.K.7.1.1 dargestellt, häufig mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft über den Übernahmepreis; derartige Verhandlungen können allerdings dem Übernehmer nur aufzeigen, wo ein angemessener Preis liegen könnte, da der Verwaltungsrat selbst ja keine Verfügungsmacht über die Aktien der Zielgesellschaft hat.

tential[116]. Will der Übernehmer auf seinem eingesetzten Kapital eine Rendite erzielen, die seinem Risiko entspricht, so kann er für den Erwerb der Aktien nur einen Preis zahlen, der unter dem realisierbaren Wertpotential der betreffenden Gesellschaft liegt[117]. Wie gross der Anteil ist, den der Übernehmer von der Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung in Form einer Kontrollprämie den bisherigen Aktionären zahlen muss, hängt von der Haltung der Aktionäre der betreffenden Gesellschaft und den Marktverhältnissen ab. Wenn die Aktionäre die Differenz zwischen Nennwert und Wertpotential kennen und sich dessen bewusst sind, dass der Übernehmer ihre Aktien benötigt, um die Kontrolle zu übernehmen, so muss der Übernehmer einen relativ grossen Teil seines potentiellen Gewinnes in Form einer Kontrollprämie an die Aktionäre abgeben[118]. Zu einer derartigen Konstellation kommt es z.B., wenn einzelne Aktionäre grössere Beteiligungen halten, die zwar einzeln nicht eine Beherrschung ermöglichen[119], aber für das Gelingen der Transaktion entscheidend sein können und deshalb eine gewisse Verhandlungsmacht haben[120]. Zum gleichen Ergebnis kann es auch dann kommen, wenn verschiedene transaktionsorientierte Investoren Beteiligungen halten, die sie im Hinblick auf eine mögliche Übernahme durch einen Dritten erworben haben, und diese Aktionäre ihre Position in mehr oder weniger koordinierter Form ausspielen, um einen möglichst hohen Preis zu erreichen[121]. Die Höhe der Prämie wird aber nicht nur durch die Verkäufer beeinflusst, sondern auch durch das Marktumfeld: Wenn aktuelle oder wenigstens potentielle Konkurrenzanbieter vorhanden sind, so führt diese Wettbewerbssituation zu höheren Kontrollprämien[122].

---

116 Vgl. Schiltknecht (2004), S. 48, der feststellt, dass die Höhe der Prämie „die Erwartung nachhaltiger Verbesserung der Kapitalrenditen“ ausdrückt.

117 Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1171; Sudarsanam (1996), S. 143, sowie die bei Kronenberg (2005), S. 70 ff., aufgeführten Studien legen den Schluss nahe, dass die Übernahmeprämie mindestens im Durchschnitt aller Transaktionen dem realisierbaren Wertpotential entspricht, da diese Studien aufzeigen, dass zwar die Aktionäre der Zielgesellschaft dank der Zahlung einer Übernahmeprämie bei einer Übernahme einen Vermögensgewinn realisieren, dass aber gleichzeitig die Aktionäre der Bietergesellschaft nach einer Transaktion nur einen relativ kleinen oder zum Teil gar keinen signifikanten Vermögensstandsgewinn realisieren können. Dieses Bild ist nicht erstaunlich, da ein Übernehmer aufgrund des Wettbewerbsdrucks durch andere aktuelle oder potentielle Anbieter und auch aufgrund der Möglichkeit der Zielgesellschaft, ihr Potential selber zu realisieren, mit seinem Angebotspreis immer bis zu der Grenze gehen muss, die für ihn gerade noch vertretbar ist.

118 Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1171; Borner (1998), S. 275.

119 Ca. 5–10%.

120 Högfeld/Högholm (2000), S. 404.

121 Vgl. Högfeld/Högholm (2000), S. 404; diese Position nahmen bei der Übernahme von Leica und SIG eine Anzahl von Hedge-Fonds ein, welche die Übernehmer letztlich dazu zwangen, den Angebotspreis zu erhöhen, um den Erfolg ihrer Angebote zu sichern.

122 Berkovitch/Narayanan (1993), S. 357, belegen mit einer Studie, die auf amerikanischen Übernahmeangeboten basiert, dass die Aktionäre bei aktuellem Bieterwettbewerb höhere Preise erhalten als ohne Wettbewerb; Servaes (1991), S. 414; Bradley/Desai/Kim, Synergistic Gains, S. 22; allein schon die Möglichkeit von Wettbewerb führt zu höheren Angebotspreisen, da ein Anbieter in Anbetracht der möglichen Konkurrenz seinen Angebotspreis so gestalten muss, dass er nicht sofort von einem Konkurrenten überboten wird, vgl. im Einzelnen zur Preisgestaltung, Ziff. III.D.2.1.

Verschiedene Studien zeigen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft bei einer Übernahme dank der Übernahmeprämie einen Vermögensstandsgewinn erzielen, die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft dagegen bei derartigen Transaktionen keine oder nur relativ kleine Gewinne erzielen[123]. Das legt den Schluss nahe, dass mit der Übernahmeprämie häufig das gesamte Wertpotential der Zielgesellschaft abzüglich der bei der Realisierung anfallenden Kosten abgegolten wird. Ein derartiges Resultat ist nicht erstaunlich, da der potentielle Konkurrenzdruck anderer Anbieter sowie auch die Möglichkeit der Zielgesellschaft, das Wertpotential selbst zu realisieren, Übernehmer häufig dazu zwingen, bei der Festlegung des Übernahmepreises an die Grenze des Betrages zu gehen, der sich durch das Wertpotential rechtfertigen lässt[124]. Hohe Preise sind aber zum Teil auch darauf zurückzuführen, dass Übernehmer ihre Fähigkeit überschätzen, das Wertpotential der Zielgesellschaft auszunützen bzw. die Zielgesellschaft besser zu führen als das bisherige Management[125]. Zum Teil sind hohe Preise aber auch auf persönliche Motive der Leitungsorgane des Übernehmers zurückzuführen; die Vergrösserung des eigenen Unternehmens wird zum Teil selbst als Schutzmassnahme gegen Übernahmen betrachtet, zum Teil führt eine Vergrösserung des eigenen Unternehmens aber auch zu besseren Verdienstmöglichkeiten und einem Machtgewinn für die Leitungsorgane[126].

Eine der zentralen Fragen des Übernahmerechts ist, ob die Kontrollprämie bei kotierten Gesellschaften allen Aktionären der Gesellschaft in gleicher Höhe zukommen soll oder ob es dem Übernehmer möglich ist, eine derartige Prämie nur denjenigen Aktionären zu bezahlen, die ihm durch den Verkauf grosser Beteiligungen tatsächlich zur Kontrolle verhelfen. Wenn die Übernahmeregeln so gestaltet werden, dass der Übernehmer den Aktionären der betroffenen Gesellschaft proportional zu ihrem Aktienbesitz die gleiche Kontrollprämie zahlen muss[127], so erhöht dies die Kosten des Kontrollerwerbs, da

---

123 Sudarsanam (1996), S. 43; Goergen/Renneboog Shareholder Wealth (2004), S. 19 ff.; Campa/Hernando (2004), S. 61 ff.; Biswas/Fraser/Mahajan (1997), S. 33 ff., insbesondere S. 36; sowie die von Kronenberg (2005), S. 70 ff. aufgeführten Studien; Högfeld/Högholm (2000), S. 405 sowie S. 418, kommen zum Schluss, dass eine Aufteilung der Vorteile im Verhältnis von 90% zu 10% üblich sei.

124 Diese Schlussfolgerung wird indirekt dadurch bestätigt, dass der Vermögensstandsgewinn der Aktionäre der Zielgesellschaft bei feindlichen Angeboten am höchsten ist, Huang/Walking, Target (1987), S. 344; Higson/Elliot (1998), S. 308, S. 42 f., bestätigt diese Annahme. In feindlichen Situationen ist der Druck, ein hohes Angebot vorzulegen, am grössten, da der Anbieter in diesen Situationen die Aktionäre der Zielgesellschaft davon überzeugen muss, dass es keine bessere Möglichkeit gibt, als ihm die Aktien zu verkaufen.

125 Roll (1986), S. 212; Shleifer/Vishny (1989), S. 135; Kennedy/Limmack (1996), S. 282; vgl. Early (2004), S. 8, der aufgrund der Beratungstätigkeit von McKinsey davon ausgeht, dass die Möglichkeiten zur Ertragssteigerung bei der Zielgesellschaft häufig überschätzt werden; vgl. die Ausführungen von Kronenberg (2005), S. 237 f., der darauf hinweist, dass derartige Überbewertungen später häufig zu Abschreibungen führen; ein Beispiel einer derartigen Transaktion ist die Übernahme der Saurer durch die OC Oerlikon Corporation AG (Empfehlung der UEK vom 18. Dezember 2006 i.S. Saurer); die OC Oerlikon musste 2008 eine hohe Abschreibung auf dem mit der Saurer Beteiligung verbundenen Goodwill vornehmen, da es dem Management der OC Oerlikon nicht gelungen war, den Unternehmenswert der Saurer zu steigern; aufgrund der Zyklen im Textilmaschinenbereich kam es vielmehr zu einer massiven Reduktion des Unternehmenswertes.

126 Shleifer/Vishny (1988), S. 7, die von „Empire Building"-Syndrom sprechen; Limmack (2000), S. 111; Coffee(1984), S. 1167.

127 Dies wird durch die Ausgestaltung der Regeln über Pflichtangebote erreicht. Dazu im Einzeln Ziff. III.3.1.

der Übernehmer Personen eine Kontrollprämie bezahlt, die nicht zur Kontrolle beitragen, und sich sein Kapitalbedarf durch den Kauf der entsprechenden Aktien erhöht[128]. Da durch den Zwang zur Gleichbehandlung die Kosten einer Übernahme steigen, hat eine derartige Regelung den Effekt, dass die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung entsprechend grösser sein muss, bevor eine Kontrollübernahme für einen Investor attraktiv ist. Dies führt dazu, dass der Markt für Unternehmenskontrolle erst bei grösseren Differenzen einsetzt und damit weniger effizient ist. Daher besteht ein regulatorischer Trade-off zwischen der Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle und der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer[129]. Dieser Zielkonflikt ist in einzelnen Ländern unterschiedlich gelöst worden. Verschiedene Länder stellen die Gleichbehandlung in den Vordergrund und sehen vor, dass ein Übernehmer, dessen Beteiligung einen bestimmten Anteil am Kapital einer kotierten Gesellschaft übersteigt, allen Aktionären ein Angebot machen muss und dabei einen Preis bezahlen muss, der dem Preis entspricht, den der Übernehmer für den Erwerb der betreffenden Beteiligung bezahlt hat[130]. Andere Länder wie insbesondere die USA optimieren die Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle und verzichten ganz auf eine Angebotspflicht[131]. Wie hinten in Ziff. III.J.8 im Detail dargestellt, hat die Schweiz in diesem Bereich einen Mittelweg gewählt, indem sie zwar eine Angebotspflicht vorsieht, der Übernehmer aber vor Veröffentlichung des Angebotes für den Kauf von Aktien eine Prämie von bis zu 33⅓% auf dem Angebotspreis bezahlen kann, was es ihm ermöglicht, vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes eine beherrschende Beteiligung unter Zahlung einer entsprechenden Kontrollprämie zu erwerben.

Nach der hier vertretenen Auffassung steht die Gleichbehandlung der Aktionäre bei kotierten Gesellschaften gegenüber der Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle im Vordergrund[132]; die Gleichbehandlung ist ein zentrales Anliegen des Anlegerschutzes[133] und erhöht den Mittelzufluss im Kapitalmarkt, da der durchschnittliche Anleger aufgrund des Gleichbehandlungsgrundsatzes

---

128 Berglöf/Burkart (2003), S. 196; Kronenberg (2005), S. 99 ff.; vgl. Ferrarini (2001), S. 24.

129 Berglöf/Burkart (2003), S. 182 f.; Franks/Mayer (2001), S. 958 sowie S. 968 ff.

130 Hopt (2000), S. 790 zu den diesbezüglichen Regelungen in Europa.

131 Zur Begründung der amerikanischen Position Manne (1965), S. 116 f.; Hopt (2000), S. 792; zu diesem Optimierungsproblem: Berglöf/Burkart (2003), S. 186 f., welche die in den verschiedenen Ländern der EU angewandten Lösungsvarianten in tabellarischer Form darstellen.

132 Bebchuk (1985), S. 1780 ff.; La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (2002), S. 1148, kommen aufgrund einer Untersuchung des Einflusses von Vorschriften zum Anlegerschutz auf die Bewertung kotierter Gesellschaften zur Schlussfolgerung, das eine Verbesserung des Anlegerschutzes zu höheren Bewertungen führt. A.M. Kronenberg (2005), S. 98; zur Diskussion dieser Frage vgl. Berglöf/Burkart (2003), S. 196.

133 Vgl. Botschaft zum Börsengesetz vom 24.2.1993, BBl 1993 I, S. 1381; kritisch zum Gleichbehandlungsgedanken Ferrarini (2001), S. 24 f.

eine höhere Renditeerwartung haben kann[134]. Wenn das Kapitalmarktrecht eine ungleiche Behandlung erlaubt, so muss der durchschnittliche Aktionär dagegen immer damit rechnen, dass ein Teil der möglichen Rendite von Aktionären, die im Rahmen dieser Regeln besser behandelt werden, abgeschöpft wird, was seine Renditeerwartung reduziert. Die Steigerung der Attraktivität des Kapitalmarktes und die Erhöhung des Kapitalzuflusses sollten im Rahmen der Gesetzgebung im Vordergrund stehen, da die Sicherstellung des Kapitalzuflusses und die effiziente Allokation von Kapital die primären Ziele des Börsenmarktes sind[135]. Die Gleichbehandlung der Aktionäre kotierter Gesellschaften in Bezug auf die Zahlung einer Kontrollprämie verhindert im Übrigen den Markt für Unternehmenskontrolle nicht, sondern führt letztlich nur dazu, dass die Prämienerwartungen von Aktionären, die kontrollierende Beteiligungen haben, leicht sinken[136].

3.2 Die Funktion des Marktes für Unternehmenskontrolle

3.2.1 Auswirkungen des Marktes für Unternehmenskontrolle

Der Markt für Unternehmenskontrolle entfaltet sich vor allem dort, wo der normale Börsenmarkt versagt. Die Börse bildet im Rahmen der oben dargestellten Efficient-Market-Theorie zwar den Wert der Unternehmen ab und führt so zu einer rationalen Allokation von Kapital; der Börsenmarkt allein verändert die kotierten Unternehmen aber nicht. Die Kursbewegungen, die nach der Bekanntgabe einer wesentlichen Investition, einer Akquisition oder einer Veränderung der Unternehmensstrategie auftreten, können zwar den Leitungsorganen Hinweise darauf geben, welche Handlungen die Aktionäre als wertsteigernd und welche als wertvermindernd betrachten[137]. Der Markt greift aber nicht direkt in die Tätigkeit der Leitungsorgane ein, weshalb die Leitungsorgane derartige Signale des Marktes einfach ignorieren können[138].

---

134 Bei Ungleichbehandlung muss der durchschnittliche Anleger damit rechnen, dass ein Teil der möglichen Renditen von den besser behandelten Aktionären abgeschöpft wird, was dazu führt, dass er für die betreffenden Aktien weniger zahlt und es so zu einer tieferen Bewertung kommt. Vgl. die obenerwähnte Untersuchung von La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (2002), S. 1148 ff.

135 Ruffner (2000), S. 369, bezeichnet die Allokationseffizienz als „vorrangiges soziales Ziel" der Gesetzgebung; vgl. La Porta/Lopez-de-Silones/Shleifer/Vishny (2002), S. 1147 ff., die bei einer Untersuchung verschiedener Volkswirtschaften feststellten, dass Volkswirtschaften mit einem besseren Minderheitenschutz höhere Unternehmenswerte aufweisen.

136 Diese tiefere Renditeerwartung ist m.E. gerechtfertigt, haben es doch gerade diese Aktionäre versäumt, durch entsprechenden Druck auf die Leitungsorgane der Gesellschaft die Lücke zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu verringern.

137 Manne (1965), S. 113; Immenga (1992), S. 12.

138 Eisenberg (1989), S. 1501. Derartige Marktsignale zu ignorieren, kann allerdings mittelfristig zu Problemen führen, da ein Absinken der Kurse zu höheren Kapitalkosten führt, wenn die Gesellschaft Eigenkapital aufnehmen will. Überdies können die Aktionäre allenfalls auch den Verwaltungsrat abwählen, wenn sie den Eindruck haben, dass der Verwaltungsrat die Wertsteigerung des Unternehmens nicht als Priorität betrachtet. Ruffner (2000), S. 388, der darlegt, weshalb das Management die Entwicklung der Kurse beachten sollte.

Im Gegensatz zum normalen Börsenmarkt greift der Markt für Unternehmenskontrolle dagegen direkt in die Unternehmen ein und verwandelt sie. Der Investor, der die Kontrolle übernimmt, wird seine Konzepte durchsetzen, um so die Differenz von Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu beseitigen und das volle Wertpotential der Gesellschaft zu realisieren[139]. In dieser kreativen Funktion hat das Geschehen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle eine positive volkswirtschaftliche Wirkung, da es tendenziell zu Effizienzsteigerungen bei den betroffenen Unternehmen führt[140].

– Optimierung der Kapitalallokation
  Werden Unternehmen übernommen, fliesst Kapital zu den Gesellschaften, die ein Wertpotential aufweisen, welches bisher im Börsenkurs nicht reflektiert worden ist[141]. Auch wenn das Kapital, welches der Erwerber für den Kauf aufbringt, primär den bisherigen Aktionären des betreffenden Unternehmens zugute kommt, profitiert auch das Unternehmen selbst vom Kontrollwechsel, da der Erwerber zur Umsetzung seiner Strategie dem Unternehmen neue Mittel zukommen lässt oder mindestens dafür sorgt, dass das bereits vorhandene Kapital des übernommenen Unternehmens effizienter eingesetzt wird[142]. Erfolgt die Übernahme teilweise durch Fremdkapitalfinanzierung, so wird durch die Übernahme meist auch die konsolidierte Kapitalstruktur von Übernehmer und Zielgesellschaft optimiert[143].

– Umsetzung von Wertsteigerungsmassnahmen
  Nach dem Kontrollwechsel wird der Übernehmer die Massnahmen umsetzen, mit denen er das von ihm erkannte Wertpotential des Unter-

---

139 Coffee (1984), S. 1163; Berglöf/Burkart (2003), S. 93 f. Kronenberg (2005), S. 30.

140 Manne (1965), S. 119; Zhang (1998), S. 1029; Jensen (1993), S. 851; Vedders (1989), S. 3 f.; Jenkinson/Mayer (1994), S. 13 ff.; Davis/Diekmann/Tinsley (1994), S. 547, erwähnen als Beispiel einer derartigen Effizienzsteigerung den Umstand, dass Übernahmen in den 1980er-Jahren in den USA dazu führten, dass die in den 70er-Jahren gebildeten grossen Konglomerate aufgelöst wurden und besser fokussierte bzw. effizientere Unternehmen entstanden; Schiltknecht (2004), S. 48; Borner (1998), S. 264 f.; vgl. Watter/Maizar (2005), S. 3 f.; Watter (1990), N. 172 ff.; vgl. Bahar (2004), S. 189 ff.; kritisch Harris (2005), S. 63 m.w.H.; kritisch zur Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle: Ruffner (2000), S. 407 m.w.H.; auch die UEK ist der Ansicht, dass die Existenz eines offenen Marktes für die Unternehmenskontrolle von öffentlichem Interesse ist: Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2000 i.S. Baumgartner (E.1.44.1); Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.2.3); Iffland (2001), S. 197.

141 Ruffner (2000), S. 369 ff.; Werlen (1994), S. 15 f.; Coffee (1984), S. 1163 f.; vgl. die zahlreichen bei Kronenberg (2005), S. 67 ff. aufgeführten Studien, die den Vermögenszuwachs der Aktionäre der Zielgesellschaft dokumentieren.

142 Shleifer/Vishny (1986), S. 461, Harris (2005), S. 61; Watter (1997), S. 270; Borner (1998), S. 264 ff.

143 Dies wird durch Servaes (1991), S. 409 ff., insofern bestätigt, als dieser festgestellt hat, dass die Aktionäre des Übernehmers durch die Übernahme einen Vermögensgewinn realisieren können, wenn die Übernahme mit Fremdkapital finanziert wurde, während bei einem reinen Aktientausch ein Verlust eintritt. Der von Servaes festgestellte signifikante Unterschied in der Wertentwicklung lässt den Schluss zu, dass bei einer Fremdfinanzierung mindestens ein Teil des Gewinnes auf die optimierte Kapitalstruktur zurückzuführen ist.

nehmens realisieren will. Bei entsprechendem Erfolg führt dies zu einer Steigerung von Ertrag und Unternehmenswert[144].

– Optimierung der Führungsfunktion
  Soweit die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung darauf zurückzuführen ist, dass das bisherige Management bei seiner Tätigkeit Fehler begangen hat, führt der mit dem Kontrollwechsel verbundene Wechsel im Management zu einer Verbesserung der Führungsfunktion[145].

– Präventive Disziplinierungsfunktion
  Bereits die Möglichkeit einer Übernahme wirkt sich auf das Management eines Unternehmens disziplinierend aus[146]. Gerade die Gefahr einer feindlichen Übernahme, die gegen den erklärten Willen der Leitungsorgane der Zielgesellschaft durchgeführt wird[147], zwingt die Leitungsorgane kotierter Unternehmen, wertsteigernde Massnahmen selbst durchzuführen, um die Lücke zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu schliessen, da dies die einzig nachhaltige Methode ist, um ein Übernahmeangebot zu vermeiden[148].

Die wichtigste Funktion des Marktes für Unternehmenskontrolle ist die oben umschriebene präventive Disziplinierungswirkung, da auf diese Weise die Un-

---

144 Siegel (1992), S. 41 ff.; Bebchuk (1982), S. 1029; Borner (1998), S. 264 ff.; Chatterjee (1992), S. 267, 284, kam bei einer Analyse von Unternehmensübernahmen im Zeitraum zwischen 1963 und 1986 zum Schluss, dass die Übernehmer den Gewinn der übernommenen Unternehmen primär dadurch steigern konnten, dass sie das beim Unternehmen selbst vorhandene Potential nutzten, indem sie einerseits die Kosten konsequent senkten und andererseits vernachlässigte Einnahmequellen realisierten.

145 Watter/Maizar (2005), S. 2 f.; Harris (2005), S. 66 ff.; von der Crone (1994), S. 32; Gehrer (2003), S. 73 f.; vgl. Manne (1965), S. 119; Shleifer/Vishny (1986), S. 119; Herman/Lowenstein (1988), S. 213; Easterbrook/Fischel (1998), S. 1169 f.; Bebchuk (1982), S. 1030 f.; vgl. die Untersuchung Franks/Mayer (2001), S. 972, die feststellen, dass es schon beim Verkauf von grossen Beteiligungen, d.h. ohne Übernahmeangebot, häufig zu Wechseln im Verwaltungsrat und Management kommt.

146 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1169, die diese disziplinierende Wirkung wie folgt beschreiben: „A tender bidding process polices managers whether or not a tender offer occurs … replaces them if they stray too far from the service of the shareholders." Coffee (1984), S. 1192 ff.; Berglöf/Burkart (2003), S. 193 f.; Ruffner (2005), S. 255; Kronenberg (2005), S. 36, der auf S. 43 ff. sowie S. 65 ff., diverse Studien aufführt, welche den Disziplinierungseffekt bestätigen.

147 Ramseier (1987), S. 46; Davies (1992), S. 198; Meier-Schatz (1990), S. 100; der Umstand, dass zum Teil in der Literatur auch freundlichen Übernahmen eine disziplinierende Wirkung zugeschrieben wird, Kronenberg (2005), S. 95, ist meines Erachtens darauf zurückzuführen, dass ein Teil der feindlichen Übernahmen bereits vor der Publikation zu „freundlichen" Übernahmen wird, weil der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft seinen Widerstand unter dem Druck des Anbieters bzw. eines Hauptaktionärs aufgibt; vgl. dazu hinten Ziff. III.K.7.1.1.

148 Schiltknecht (2004), S. 48 f.; Watter (1990), S. 88 ff., Meier/Kaspar S. 60 f.; von der Crone (1997b), S. 86; Frauenfelder (2001), S. 23; Harris (2005), S. 63 ff.; Easterbrook/Fischel (1981), S. 1174; Kronenberg (2005), S. 34.

ternehmensleistung verbessert wird, ohne dass Transaktionskosten anfallen[149]. Wenn die Leitungsorgane eines Unternehmens versuchen, eine Übernahme zu vermeiden, indem sie selbst das Wertpotential realisieren, so sichern sie nicht nur ihre eigene Position, sondern verbessern vor allem auch die Leistungen des Unternehmens und steigern dessen Wert[150]. Diese disziplinierende Wirkung spiegelt sich auch tatsächlich im Markt: Jedes Jahr werden nur relativ wenige kotierte Gesellschaften übernommen[151]. Gleichzeitig überlegen sich aber die Leitungsorgane sehr vieler kotierter Unternehmen, durch welche Massnahnamen sie Übernahmeversuche verhindern können bzw. wie sie selbst die Differenz zwischen Börsenkapitalisierung und Wertpotential vermindern können, um so Übernahmen unattraktiv zu machen[152]. Da der Markt für Unternehmenskontrolle durch diese Mechanismen bewirkt, dass das Potential von Unternehmen besser ausgeschöpft wird, hat er auch eine positive volkswirtschaftliche Wirkung[153].

---

149 Coffee (1984), S. 1192 ff.; Kronenberg (2005), S. 36, der auf S. 43 ff. und 65 ff. die Untersuchungen aufführt, welche den Disziplinierungseffekt bestätigen. Die präventive Disziplinierungsfunktion des Unternehmenskontrollmarktes versagt aber dort, wo die Leitungsorgane der Gesellschaft mangels Erfahrung bzw. Know-ow gar nicht erkennen, dass sie das Potential des Unternehmens nicht vollständig ausnützen; Eisenberg (1989), S. 1498; vgl. Ruffner (2000), S. 357, der Unternehmensübernahmen als kostspieligen Mechanismus zur Verbesserung der Unternehmensleistung darstellt. Werden die Kosten der wenigen feindlichen Übernahmen im Verhältnis zu den vielen Gesellschaften in Bezug gesetzt, die aus Furcht vor feindlichen Übernahmen versuchen, ihr Wertpotential selbst auszunützen, so zeigt sich, dass die Kosten der disziplinierenden Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle im Verhältnis zur Gesamtzahl der kotierten Unternehmen nicht allzu hoch sind.

150 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1174; Davis/Stout (1992), S. 630.

151 Ruffner (2005), S. 255; vgl. die statistische Darstellung der unfreundlichen Übernahmeangebote in der Schweiz bei Superina (2008), S. 246 ff.; Kronenberg (2005), S. 103 ff., mit eingehender Darstellung der 2004 in der Schweiz durchgeführten feindlichen Übernahmen. Berglöf/Burkart (2003), S. 207. Über längere Zeit betrachtet erfasst der Markt für Unternehmenskontrolle in einzelnen Ländern aber dennoch eine relativ grosse Anzahl von Gesellschaften; Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1168, stellen fest, dass in England zwischen 1975 und 1990 36% aller Industrieunternehmen übernommen wurden.

152 Safieddine/Titman (1999), S. 547, zeigen auf, dass Zielgesellschaften, welche einen Übernahmeversuch erfolgreich abwehren, normalerweise ihren Leverage erhöhen; Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1167, kommen zum Ergebnis, dass die Erhöhung der Profitabilität um 1 Prozentpunktunkt das Risiko einer Übernahme um 25% verringert; vgl. Dickerson/Gibson/Tsakalotos (1998), S. 281, die feststellen, dass höhere Dividendenzahlungen ebenfalls das Risiko von Übernahmen verringern; Easterbrook/Fischel (1981), S. 1174; Kronenberg (2005), S. 36.

153 Groner (2007), S. 290; bei einzelnen Übernahmetransaktionen kann es allerdings auch zu Fehlschlägen kommen. Zu derartigen Problemen kommt es vor allem dann, wenn der Übernehmer entweder das Potential der Zielgesellschaft oder seine eigenen Fähigkeiten, dieses Potential zu realisieren, überschätzt hat; Scherer (1988), S. 69. Probleme bei der Realisierung des Wertpotentials können sich vor allem dann ergeben, wenn die Unternehmenskultur von Zielgesellschaft und Übernehmer so unterschiedlich sind, dass bei der Übernahme hohe Reibungsverluste entstehen, vgl. Datta/Puia (1995), S. 337 ff. Bei derartigen Situationen hat die Übernahme dank der Zahlung einer entsprechenden Übernahmeprämie für die Aktionäre der Zielgesellschaft zwar einen positiven Vermögenseffekt, dieser wird jedoch durch die entsprechenden Einbussen der Aktionäre des Übernehmers kompensiert: Kronberg, Unternehmenskontrollmarkt, S. 68; mit Zusammenstellung der Studienergebnisse auf S. 70 f., welche belegen, dass positive Vermögenseffekte primär bei den Aktionären der Zielgesellschaft eintreten, während die Gewinne der Aktionäre des Übernehmers wesentlich unsicherer sind; diese tragen letztlich das Risiko, dass es nicht gelingt, das Wertpotential nach der Übernahme tatsächlich zu realisieren, vgl. Sudarsanam (1996), S. 143, der davon ausgeht, dass nur die Aktionäre der Zielgesellschaft einen Vermögensgewinn haben, während die Aktionäre des Übernehmers von Übernahmen nicht profitieren, was den Schluss nahelegt, dass mit der Übernahmeprämie letztlich das gesamte realisierbare Wertpotential abgegolten wird.

Die Disziplinierungsfunktion des Marktes für Unternehmenskontrolle hat in der Praxis allerdings Grenzen; sehr schlecht geführte Unternehmen sind auch dann keine Übernahmekandidaten, wenn die Aktienkurse sehr tief sind und dementsprechend die Bewertungslücke gross ist, da potentielle Erwerber die durch das bisherige Management geschaffenen Probleme in diesen Fällen oft als zu gross erachten bzw. die vom Management angehäuften unternehmerischen Altlasten scheuen[154]. In derartige Situationen müssen letztlich die Aktionäre der betroffenen Unternehmen selbst eingreifen und die Leitungsorgane personell neu besetzen.

3.2.2 Voraussetzungen für das Funktionieren des Marktes für Unternehmenskontrolle

Die rechtlichen Rahmenbedingungen, denen potentielle Übernehmer und betroffene Unternehmen unterworfen sind, entscheiden zu einem grossen Teil darüber, ob sich ein Markt für Unternehmenskontrolle entwickeln kann. Soweit das Aktienrecht kotierten Gesellschaften die Möglichkeit gibt, Übernahmeversuche abzuwehren, ohne die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu verringern, indem z.B. der Verwaltungsrat dank Vinkulierung oder Stimmrechtsbeschränkung den Erwerb von Stimmrechten durch potentielle Übernehmer verhindern kann, so wird die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle eingeschränkt[155]. Das Gleiche gilt auch für börsenrechtliche Regelungen, welche öffentliche Übernahmeangebote erschweren[156]. Konsequenz einer Gesetzgebung, welche Übernahmen erschwert bzw. die Verteidigung von Zielgesellschaften erleichtert, ist, dass die oben dargestellten positiven Effekte des Marktes nicht greifen können bzw. der Markt erst einsetzt, wenn die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung so gross ist, dass die Hindernisse durch den möglichen Gewinn kompensiert werden[157].

---

154 Coffee (1984), S. 1204; Meier-Schatz (1987), S. 34; Meier-Schatz (1985), S. 97.

155 OECD, Grundsätze, S. 42, Ziff. II.E; Sundaramurthy (1996), S. 379; Bebchuk (1985), S. 1743 ff.; Berglöf/Burkart (2003), S. 195; Groner (2007), S. 291f.; Ruffner (2005), S. 255, gerade aus ausländischer Sicht werden diese gesellschaftsrechtlichen Abwehrmöglichkeiten als starke Schranken für die Entwicklung eines funktionsfähigen Unternehmenskontrollmarktes in der Schweiz betrachtet; Wymeersch (1992), S. 124. Ferrarini (2001), S. 5 ff. rechtsvergleichend zu den Verhältnissen in Europa.

156 Zum Zusammenspiel von Börsen- und Aktienrecht in diesem Bereich Werlen (2001), S. 268 ff., Kronenberg (2005), S. 248 f.

157 Schiltknecht (2004), S. 49 f.; vgl. Sarig/Talmor (1997), S. 268, die zum Schluss kommen, dass Verteidigungsmassnahmen des Managements bzw. gesetzliche Regeln, welche derartige Massnahmen erlauben, dazu führen, dass die Übernahmeprämien steigen. Sarig/Talmor leiten daraus allerdings ab, dass die Aktionäre von Verteidigungsmassnahmen profitieren, weil sie so in den Genuss von höheren Übernahmeprämien kommen. M.E. ist diese Schlussfolgerung allerdings nicht sachgerecht. Ursache der höheren Übernahmeprämie ist allein der Umstand, dass die Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung wegen der Möglichkeit von Abwehrmassnahmen zunächst auf einen hohen Wert ansteigen muss, bevor es überhaupt zu einem Angebot kommt. Dieser Anstieg der Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung stellt aber eine Vermögenseinbusse der Aktionäre dar, die für diese nicht positiv ist – die entsprechend höhere Übernahmeprämie bedeutet dementsprechend lediglich, dass der vorher eingetretene Kursverlust kompensiert wird.

Dieser Mechanismus lässt sich am Beispiel der Vinkulierung illustrieren: Sehen die Statuten einer kotierten Gesellschaft vor, dass ein Aktionär nur bis zu einem maximalen Prozentsatz des Aktienkapitals als stimmberechtigter Aktionär eingetragen wird, so erschwert dies zwar eine Übernahme, kann diese aber nicht verhindern[158]. Der Anbieter wird sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass die Generalversammlung die Vinkulierungsbestimmungen in den Statuten aufhebt, und versuchen, die Aktionäre zu einem entsprechenden Beschluss zu bewegen[159]. Dem Übernehmer gelingt es allerdings nur dann, die Erfüllung seiner Bedingungen herbeizuführen, wenn sein Angebot derart hoch ist, dass die Aktionäre nicht nur in genügender Zahl für die entsprechende Statutenänderung stimmen, sondern auch den Verwaltungsrat dazu bewegen, eine Generalversammlung einzuberufen[160]. Eine derart hohe Prämie ist aber nur möglich, wenn eine entsprechend grosse Differenz zwischen dem Wertpotential der Gesellschaft und ihrer Börsenkapitalisierung besteht. Dies zeigt, dass Rahmenbedingungen, welche Übernahmen erschweren, letztlich nur den Punkt verschieben, bei dem ein Angebot möglich wird – je schwieriger die rechtlichen Rahmenbedingungen für Angebote werden, desto grösser muss die entsprechende Differenz sein. Dementsprechend führen derartige Rahmenbedingungen auch zu einer Einschränkung der Disziplinierungsfunktion – die Leitungsorgane einer Gesellschaft, die eine Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung aufweist, können sich bei Rahmenbedingungen, die Übernahmen erschweren, auch bei einer erheblichen Differenz noch relativ sicher fühlen und werden nicht durch den Markt für Unternehmenskontrolle bedroht; der Markt für Unternehmenskontrolle und seine disziplinierende Wirkung setzen in diesem Sinne erst bei einer sehr hohen Differenz ein, sodass eine ineffiziente Führung, die das Wertpotential des Unternehmens nicht realisiert, aber diesen hohen Grenzwert nicht überschreitet, nicht diszipliniert wird.

Soll der Markt für Unternehmenskontrolle funktionieren und die oben dargestellten positiven Effekte zeigen, so müssen die rechtlichen Rahmenbedingungen so gestaltet werden, dass die Aktionäre über die Annahme bzw. Ablehnung eines Angebotes frei entscheiden und die Leitungsorgane die Übernahme nicht selbst beeinflussen können[161]. Der Markt für Unternehmenskontrolle kann gegenüber den Leitungsorganen kotierter Gesellschaften nur dann eine disziplinierende Wirkung entfalten, wenn die Leitungsorgane dem Markt tatsächlich ausgesetzt sind; wenn die Leitungsorgane dagegen selbst die Möglichkeiten haben, eine Übernahme durch rechtliche Mittel zu verhindern, so können sie sich, wie oben gezeigt, dem Marktdruck und seiner disziplinierenden Wirkung entziehen[162]. Nur wenn die Aktionäre frei über die Annahme bzw. Ab-

158 Vgl. Ruffner (2005), S. 255; im Einzelnen dazu Ziff. III.K.5.1.1.1.

159 Vgl. Ziff. III.D.6.1.2.3.

160 Vgl. Groner (2007), S. 292.

161 Zur Bedeutung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre Bebchuk (1985), S. 1717ff.; vgl. Meier-Schatz (1996), S. 120 f.; Zobel (1997), S. 65; Bohrer (1997), S. 121.

162 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1174 ff.; Bebchuk (1982), S. 1029.

lehnung eines Angebotes entscheiden können, entsteht Wettbewerb zwischen dem Übernehmer und den bisherigen Leistungsorganen um die Kontrolle des Unternehmens. Dieser Wettbewerb ist die Basis eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle[163].

Ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle setzt aber nicht nur voraus, dass ein offener Wettbewerb zwischen dem Übernehmer und den bisherigen Leitungsorganen der Zielgesellschaft besteht, sondern auch, dass Wettbewerb zwischen verschiedenen Übernehmern existiert. Da dieser Wettbewerb über die Höhe des Angebotspreises geführt wird, zwingt er die Anbieter dazu, den Aktionären der Zielgesellschaft durch eine hohe Übernahmeprämie einen möglichst hohen Anteil an der Differenz zwischen Wertpotential und Börsenkapitalisierung zu gewähren, und führt in dieser Weise zu einem Vermögensgewinn der Aktionäre der Zielgesellschaft[164]. Um diesen für die Aktionäre der Zielgesellschaft positiven Effekt zu erreichen, ist bei der einzelnen Übernahme allerdings nicht ein aktueller Bieterwettbewerb notwendig; bereits die Möglichkeit von Wettbewerb führt zu höheren Angebotspreisen, da der Erstanbieter in Anbetracht möglicher Konkurrenzangebote seinen Angebotspreis so festlegen muss, dass er nicht sofort von anderen Anbietern überboten wird[165]. In diesem Sinne hat der Wettbewerb zwischen den Anbietern eine disziplinierende Wirkung auf die einzelnen Anbieter, da er sie dazu zwingt, den Aktionären der Zielgesellschaft einen fairen Anteil am Wertsteigerungspotential der Gesellschaft zu gewähren; der Wettbewerb zwischen den potentiellen Anbietern kompensiert das Fehlen von Verhandlungsmacht auf Seiten der Aktionäre der Zielgesellschaft – diese haben meistens relativ kleine Beteiligungen und können mit den Anbietern daher nicht über die Höhe ihres Angebotes verhandeln[166]. Die statistische Auswertung von Angeboten zeigt, dass dieser Wettbewerb mindestens in den USA funktioniert und dazu führt, dass die Übernahmepreise so gestaltet werden, dass mit der Prämie praktisch das gesamte Wertpotential der Zielgesellschaft abgegolten wird[167]. Der Wettbewerb zwischen den Anbietern führt aber auch dazu, dass der Anbieter die Zielgesellschaft übernimmt, der die höchste Wertdifferenz sieht und dementsprechend den höchsten Preis bieten kann, was – mindestens soweit die Einschätzung des Anbieters richtig ist – dazu führt, dass der Anbieter die Zielgesell-

---

163 Zum Entscheidungsmechanismus der Aktionäre Bebchuk (1982), S. 1719 f., 1726; Müller-Steewens (2000b), S. 12, bezeichnet den Markt für Unternehmenskontrolle in diesem Sinne als „Arena…, in der verschiedene Führungsteams um die Rechte zum Management der Ressourcen eines Unternehmens konkurrenzieren".

164 Berkovitch/Narayanan (1993), S. 375, belegen mit einer Studie, die auf amerikanischen Übernahmeangeboten basiert, dass die Aktionäre bei aktuellem Bieterwettbewerb höhere Preise erhalten als ohne Wettbewerb; vgl. Servaes (1991), S. 417; Bradly/Desai/Kim (1988), S. 22.

165 Bebchuk (1982), S. 1039, 1044 ist deshalb der Ansicht, dass grundsätzliche jede Abwehrmassnahme der Leitungsorgane der Zielgesellschaft untersagt werden soll; zulässig sollen nur Massnahmen zur Einholung höherer Angebote sein. Zur Preisgestaltung im Einzelnen Ziff. III.D.2.1 hinten.

166 Bebchuk (1982), S. 1039 f.

167 Vgl. Dickerson/Gibson/Tsakalotos (2002), S. 1171; Sudarsanam, Corporate Governance, S. 143 sowie die bei Kronenberg (2005), S. 77 ff. aufgeführten weiteren Studien.

schaft übernimmt, der am besten geeignet ist, ein hohes Wertpotential zu realisieren[168].

In der Literatur wird der Wettbewerb zwischen den Anbietern allerdings zum Teil als schädlich betrachtet, da die höheren Preise, die durch den Wettbewerb entstehen, Erstanbieter von einem Angebot abhalten und auf diese Weise den Markt für Unternehmenskontrolle behindern[169]. Es dürfte kaum zu bestreiten sein, dass die preiserhöhende Wirkung von Wettbewerb Anbieter, die nur eine geringe Prämie bieten können, tatsächlich von einem Angebot abhält. Würde der Wettbewerb zwischen Anbietern allerdings unterbunden oder eingeschränkt, um dem Erstanbieter ein möglichst ungestörtes Angebot zu ermöglichen, so würde das Marktergebnis im Markt für Unternehmenskontrolle verändert. Konsequenz einer derartigen Regelung wäre nämlich, dass nicht mehr der „best owner", d.h. der Anbieter, der das höchste Wertpotential sieht und daher bereit ist, die höchste Prämie zu zahlen, die Zielgesellschaft kauft[170], sondern der Anbieter, der als Erster die Zielgesellschaft identifiziert hat[171]. Eine Bevorzugung des Erstanbieters würde aber vor allem dazu führen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft einen kleineren Anteil am Wertpotential der Gesellschaft erhalten würden, da sich der Erstanbieter ja nicht mehr am potentiellen Wettbewerb durch Dritte orientieren müsste. Dieses Resultat würde dem Zweck des Börsengesetzes widersprechen, das die Anleger, d.h. die Aktionäre der Zielgesellschaft, schützen soll[172]. Dieser Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft durch die disziplinierende Wirkung des Wettbewerbs zwischen Anbietern ist m.E. wichtiger als eine Senkung der Eintrittsschwelle für Erstanbieter, weshalb der Wettbewerb zwischen Anbietern gefördert werden sollte und nicht eingeschränkt werden darf[173]. Die abschreckende Wirkung von möglichen höheren Konkurrenzangeboten dürfte zum Teil auch überschätzt werden[174]; ein Anbieter, dessen Angebot überboten wird, realisiert im Normalfall einen Gewinn auf den bereits erworbenen Aktien, der ihn nicht nur für den Aufwand, den er mit dem Angebot hatte, entschädigt, sondern auch noch

---

168 Coffee (1984), S. 1232; Bebchuk (1982), S. 1048 ff.; diesen Ergebnissen widerspricht allerdings der in der Literatur häufig erwähnte Umstand, dass viele Anbieter die eigenen Fähigkeiten zur Realisierung des Wertpotentials bei Zielgesellschaften überschätzen und deshalb systematisch zu hohe Preise bieten; Roll (1986), S. 212; Shleifer/Vishny (1989), S. 135; Kennedy/Limmack (1996), S. 182.

169 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1176 ff.; Groner (2007), S. 296.

170 Bebchuk (1982), S. 1048 f.

171 Bebchuk (1982), S. 1035; Bebchuk (1985), S. 1776 f.; Coffee (1984), S. 1175 ff. Bebchuk (1986), S. 269; Borner (1998), S. 278; tatsächlich sehen Easterbrook/Fischel (1981), S. 1177 ff. den Schutz vor Konkurrenzanbietern als Anreiz für Erstanbieter, Gesellschaften mit Wertsteigerungspotential zu suchen. Sie gehen davon aus, dass auf diese Weise der Markt für Unternehmenskontrolle stimuliert wird und entsprechend seine Funktion besser erfüllen kann.

172 Botschaft zum Börsengesetz vom 24.2.1993, BBl, 1993, I S. 1381;

173 Easterbrook/Fischel (1981), S. 1161.

174 Bebchuk (1982), S. 1037, stellte fest, dass die in den USA bestehende Möglichkeit von Konkurrenzofferten bisher nicht dazu geführt hat, dass die Zahl der Übernahmeangebote wesentlich eingeschränkt wurde; diese Feststellung ist wohl auch heute noch gültig und zeigt, dass der Markt für Unternehmenskontrolle auch dann funktioniert, wenn Konkurrenzangebote zugelassen werden.

einen Gewinn erlaubt[175], was die Abschreckungswirkung eines Konkurrenzangebotes erheblich vermindert.

Wie hinten zu zeigen ist, fördert das schweizerische Recht den Markt für Unternehmenskontrolle nicht. Während das Börsenrecht eine relativ neutrale Tendenz bezüglich Übernahmen aufweist[176], ermöglicht das Aktienrecht dem Verwaltungsrat einer betroffenen Gesellschaft, durch Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung[177] die Übernahmen abzuwehren, und schränkt dementsprechend den Markt für Unternehmenskontrolle ein[178]. – Damit wird natürlich auch die disziplinierende Funktion des Marktes für Unternehmenskontrolle eingeschränkt, da jede Möglichkeit, Übernahmen abzuwehren, ohne die Lücke zwischen Wertpotential und Bewertung zu schliessen, dazu führt, dass sich die Leitungsorgane der betroffenen Unternehmen nicht auf die Wertsteigerung, sondern auf diese Abwehrmöglichkeiten konzentrieren.

4. Akteure im Markt für Unternehmenskontrolle

4.1 Die Anbieterin

Die Anbieterin hat die Differenz zwischen Marktkapitalisierung und Wertpotential des Unternehmens erkannt und traut sich zu, dieses Wertpotential zu realisieren[179]. Entsprechend erwirbt sie Aktien und macht den Aktionären des betreffenden Unternehmens ein Kaufangebot[180]. Ihre Interessen sind vor allem auf ein unkompliziertes und schnelles Verfahren gerichtet, das ihr erlaubt, den Preis und die Transaktionskosten niedrig zu halten und Konkurrenzangebote zu vermeiden[181]. Diese Interessen der Anbieterin stehen damit im Gegensatz zu den Interessen der Aktionäre, eine möglichst hohe Übernahmeprämie zu er-

---

175 Bebchuk (1982), S. 1035, kritisch Coffee (1984), S. 1175 ff.; vgl. beispielsweise die Situation der Sumida bei Saia Burgess: Sumida wurde trotz einer Beteiligung von ca. 20% von Johnson Electronics überboten, konnte ihre Beteiligung im Rahmen des Angebotes von Johnson aber dann mit entsprechendem Gewinn verkaufen.

176 Vgl. Groner (2007), S. 298 ff., der viele börsenrechtliche Vorschriften (Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG, Prospektpflicht gemäss Art. 24 Abs. 1 BEHG, Best Price Rule, gemäss Art. 24, Abs. 2 BEHG sowie auch die Bestimmungen über das Pflichtangebot gemäss Art. 32 BEHG) als Hindernisse für den Bieter bezeichnet und deshalb als schädliche Einschränkung des Unternehmenskontrollmarktes betrachtet. M.E. ist diese Betrachtung nicht sachgerecht: Bei einem Zielkonflikt müssen Transparenz und Gleichbehandlung dem Vereinfachungsbedürfnis des Anbieters vorgehen. Diese gesetzlichen Auflagen ermöglichen erst den Aktionären der Zielgesellschaft, sich auf der Basis vollständiger Information für oder gegen ein Angebot zu entscheiden. Sie bilden somit die Basis für die Entscheidungsmechanismen im Markt für Unternehmenskontrolle und sind damit Voraussetzung für das Funktionieren dieses Marktes. Überdies führt die Erfüllung dieser Auflagen auch nur zu relativ geringen Kosten, sodass potentielle Anbieter durch diese gesetzlichen Massnahmen nicht abgehalten werden.

177 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.5.1.1 hinten.

178 Wymeersch, Problems, S. 124.

179 Zu den Gedankengängen des Anbieters und seiner Organe: Roll (1986), S. 198; allerdings überschätzen die Übernehmer zum Teil auch ihre Fähigkeit, die Bewertungslücke zu schliessen, Roll (1986), S. 212, der deshalb auch davon ausgeht, dass Übernehmer tendenziell zu viel für Zielgesellschaften bezahlen.

180 Vgl. zu den Motiven des Anbieters: Werlen (2001), S. 46 f.; Fotiou (2004), S. 23 f.

181 Bernet (1998), S. 23. Kronenberg (2005), S. 285; Epper (2008), S. 96; vgl. Groner (2007), S. 298 ff., der davon ausgeht, dass sehr viele börsenrechtliche Vorschriften der Anbieterin behindern und die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle entsprechend einschränken. Wie oben dargestellt, ist diese Ansicht m.E. nicht zutreffend.

halten, was insbesondere Verfahrensregeln voraussetzt, die den Aktionären die Möglichkeit geben, das Angebot richtig zu bewerten und auch Konkurrenzofferten zulassen.

Das grösste Problem der Anbieterin besteht häufig darin, dass sie ihr Angebot auf unvollständige Informationen abstützen muss. Zu Beginn liegen ihr grundsätzlich nur die öffentlich verfügbaren Informationen über die Zielgesellschaft vor[182]; weitere Informationen kann sie meist nur mit dem Einverständnis der Leitungsorgane der Gesellschaft erhalten[183]. Dieses Informationsdefizit der Anbieterin ist bei öffentlichen Übernahmen insbesondere deshalb problematisch, weil die Anbieterin, anders als bei privat ausgehandelten Unternehmenskäufen, von den verkaufenden Aktionären keine kaufvertraglichen Zusicherungen erwarten kann[184]. Problematisch am Informationsdefizit der Anbieterin ist aber nicht nur die Gefahr von Fehlentscheidungen der Anbieterin selbst, sondern vor allem auch, dass sie aufgrund ihres Informationsdefizits beim Angebotspreis Risikoabzüge machen muss, die bei vollständiger Information nicht notwendig wären[185]. Dies führt tendenziell zu tieferen Preisen, was sich für die Aktionäre der Zielgesellschaft entsprechend negativ auswirkt[186]. Ein freier Zugang zu Informationen über die Zielgesellschaft würde allerdings die Zielgesellschaft und deren Aktionäre in all den Fällen schädigen, in denen kein Angebot gemacht wird, die entsprechenden Informationen aber anderweitig kommerziell zum Schaden der Gesellschaft verwendet werden[187]. Damit liegt ein Optimierungsproblem zwischen hohem Preis und Going-Concern-Unternehmenswert ohne Übernahme vor, das einerseits vom Gesetzgeber auf abstrakter Ebene, anderseits aber von den Leitungsorganen der Zielgesellschaft beim konkreten Entscheid über die Stellungnahme zu einem Vorschlag einer potentiellen Anbieterin gelöst werden muss. Die vom schweizerischen Gesetzgeber getroffene Lösung, dass eine Zielgesellschaft nur bei Konkurrenzangeboten vom Gesetz gezwungen wird, Informationen abzugeben, ist in diesem Sinne folgerichtig, da sie dazu führt, dass Informationen nur abgegeben werden müssen, wenn ein Angebot sicher ist und eine kommerzielle Ver-

---

182 Romerio/Gerhard (2007), S. 1; Gerhard (2006), S. 216. Daher sind Publizitätsvorschriften des Aktien- und Börsenrechtes, die zu einer hohen Transparenz führen, Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarktes. Ohne die Offenlegung der für die Bewertung wesentlichen Informationen im Rahmen von Regel- und Ad-hoc-Publizität sind gar keine feindlichen Angebote möglich. Je mehr Informationen kotierte Gesellschaften offenlegen müssen, desto weniger kann aber auch der Verwaltungsrat durch die Verweigerung der Preisgabe zusätzlicher Informationen gegenüber einer potentiellen Anbieterin ein Angebot verhindern.

183 Ein Anspruch kann sich allerdings bei einer Konkurrenzsituation zwischen mehreren Bietern ergeben; dazu hinten Ziff. III.H.3.1.

184 Romerio/Gerhard (2007), S. 4.

185 Vgl. Fotiou (2004), S. 24; Romerio/Gerhard (2007), S. 16.

186 Dass eine vertiefte Information – allerdings vor allem auch im Zusammenhang mit einem Bieterwettbewerb – zu höheren Angebotspreisen führt, hat sich z.B. bei der Übernahme von Leica Geosystems im Jahr 2005 bzw. der SIG im Jahr 2007 gezeigt; nachdem der Erstanbieter jeweils ohne vorangehende Due Diligence ein tiefes Angebot gemacht hatte, steigerte er dieses nach Durchführung der Due Diligence (und einem entsprechenden Konkurrenzangebot) erheblich.

187 Epper (2008), S. 101.

wendung ausserhalb eines Angebotes damit unwahrscheinlich wird[188]. Die Leitungsorgane der Zielgesellschaft haben aber selbstverständlich die Möglichkeit, aus eigenem Antrieb einer potentiellen Anbieterin freiwillig Informationen oder eine Due Diligence zu gewähren, wenn sie der Ansicht sind, dass ein Übernahmeangebot im Interesse der Gesellschaft oder ihrer Aktionäre sinnvoll ist.[189] – Damit wird den Organen der notwendige Ermessensspielraum gelassen, um selber zwischen den oben erwähnten Zielen zu optimieren und abzuwägen, welches Vorgehen für das Unternehmen und seine Aktionäre besser ist[190].

4.2 Die Leitungsorgane der Zielgesellschaft

Die Zielgesellschaft selbst ist beim Beteiligungserwerb bzw. bei der Übernahme der Kontrolle aus rechtlicher Sicht nicht Partei der Transaktion, da sie selbst keine Aktiven kauft oder verkauft; die Zielgesellschaft ist Objekt einer Transaktion, die zwischen ihren Aktionären und dem Übernehmer stattfindet. Dennoch hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine wichtige Rolle im Übernahmeverfahren, da er darüber entscheidet, wie viel Informationen der potentiellen Anbieterin zukommen sollen bzw. ob diese vor ihrem Angebot eine Due Diligence durchführen kann. Falls die Statuten der Zielgesellschaft eine Vinkulierung oder eine Stimmrechtsbeschränkung vorsehen, hat der Verwaltungsrat sogar einen direkten Einfluss auf das Angebot, da er mit diesen Statutenbestimmungen den Kontrollwechsel verhindern oder zumindest erschweren kann. Dank dieser Einflussnahme auf den Übernahmeprozess wird der Verwaltungsrat zum „Gate Keeper" für Übernahmen[191]. Diese starke Stellung hat der Verwaltungsrat allerdings nur, sofern nicht ein Aktionär eine derart grosse Beteiligung an der Gesellschaft hält, dass er durch die Veräusserung seiner Position direkt über den Kontrollwechsel am Unternehmen entscheidet. In diesem Fall wird der betreffende Aktionär zum „Gate Keeper" für Übernahmen, da er nicht nur über den Erfolg der Übernahme entscheidet, sondern notfalls auch den Verwaltungsrat abwählen kann, wenn dieser eine Position einnimmt, die nicht den Interessen des Aktionärs entspricht[192].

Normalerweise sind die Leitungsorgane der Zielgesellschaft davon überzeugt, dass die Realisierung ihrer eigenen Strategie zum bestmöglichen Ergebnis für die Zielgesellschaft führt, und betrachten daher eine Übernahme und den dadurch bewirkten Wechsel in der Strategie als unerwünschten Eingriff in die eigene Geschäftsführungskompetenz und in die Integrität der Gesellschaft[193].

---

188 Dazu im Einzelnen Ziff. III.H.3.1.

189 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.7.2.2.

190 Romerio/Gerhard (2007), S. 4; Epper (2008), S. 85.

191 Ferrarini (2001), S. 16. Epper (2008), S. 120 f.; dazu im Einzelnen Ziff. III.K.1.1 hinten.

192 Epper (2008), S. 137; zum Übergang dieser Funktion auf den Hauptaktionär Berglöf/Burkart (2003), S. 194; Kronenberg (2005), S. 194 f.

193 Schiltknecht (2004), S. 49; Frauenfelder (2001), S. 5; Werlen, (2001), S. 20; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1191 f.; Ruffner (2000), S. 137 ff. zur Position der Leitungsorgane im Interessengeflecht zwischen Aktionären und Anbietern, Kronenberg (2005), S. 276 ff.

Häufig müssen die Leitungsorgane der Zielgesellschaft bei einer Übernahme aber auch mit dem Verlust des eigenen Arbeitsplatzes rechnen, da ein Übernehmer nach einem erfolgreichen Angebot normalerweise den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft ersetzt[194]. Selbst wenn die Leitungsorgane in ihrer Position verbleiben, führt eine Übernahme mit der entsprechenden Einordnung in die Führungsstruktur des Erwerbers aber typischerweise zu einer starken Einbusse an unternehmerischer Autonomie für die Organe der Zielgesellschaft, sodass sie faktisch in ihrer Funktion zurückgestuft werden.

Aufgrund der oben dargestellten unternehmerischen Zielkonflikte, aber häufig auch aufgrund der Sorge um die eigene Position, wenden sich die Organe der Zielgesellschaft in den meisten Fällen gegen eine Übernahme[195]. Zu einvernehmlichen Übernahmen kommt es daher meist nur dann, wenn die Übernahme praktisch unabwendbar ist, weil die Anbieterin ein sehr hohes Angebot macht oder bereits in privaten Transaktionen die Mehrheit an der Gesellschaft erworben hat[196]. Seltener sind Fälle, bei denen die Leitungsorgane der Zielgesellschaft einer Übernahme zustimmen, weil sie selbst zum Schluss gekommen sind, dass ihre Strategie nicht zielführend ist bzw. die Zielgesellschaft selbständig nur geringe oder überhaupt keine Wertsteigerungsmöglichkeiten hat.

Da die Leitungsorgane einer Gesellschaft aufgrund der oben dargestellten Situation einem Angebot gegenüber meist negativ eingestellt sind, ergibt sich fast zwangsläufig ein Interessenkonflikt zwischen den Leitungsorganen und den Aktionären der Zielgesellschaft, die ein attraktives Angebot aus finanziellen Gründen annehmen möchten[197]. Dieser Interessenkonflikt ist insbesondere dann stark ausgeprägt, wenn im Aktionariat der Zielgesellschaft transaktionsorientierte Investoren dominieren, welche die Aktien nur erworben haben, weil sie den bei einer Übernahme anfallenden Gewinn realisieren wollen[198]. Diese Interessenkonflikte können zu heftigen Auseinandersetzungen zwischen Aktionären und Leitungsorganen der Zielgesellschaft führen. In derartigen Situationen kann es sogar dazu kommen, dass die Aktionäre versuchen, die ent-

---

194 Berglöf/Burkart, S. 195 drücken dies in sehr anschaulicher Weise wie folgt aus: „The turnover rate for top managers significantly increases following the completion of a tender offer and those managers who lose their jobs have difficulties finding another senior executive position.“ Ferrarini (2001), S. 16; Watter (1990), S. 82; Watter/Maizar (2005),, S. 18; Gehrer (2002, S. 479; Frauenfelder (2001), S. 41 ff.; vgl. Werlen (2001), S. 37 f.; Bahar (2004), S. 190 f.; Bernet (1998), S. 24.

195 Berglöf/Burkart, S. 195. Easterbrook/Fischel (1981), S. 1162; Reutter/Groner (2007), S. 296; Bernet (1998), S. 4; Harris (2005), S. 147 f.; Margiotta, Interessenkonflikte, S. 136; Kronenberg (2005), S. 276; dabei gilt auch, dass der Abwehrreflex des Managements umso grösser ist, je schlechter die Manager sind, da schlechte Manager befürchten müssen, dass sie keine neue adäquate Stelle erhalten; Groner (2007), S. 296; Easterbrook/Fischel (1981), S. 1175 ff.

196 Schwert (2000), S. 2600, 2638; vgl. Kronenberg (2005), S. 92, die auf den fliessenden Übergang zwischen feindlichen und freundlichen Angeboten hinweisen. Zur Abgrenzung freundlicher und feindlicher Angebote: Epper (2008), S. 12.

197 Watter (1990), S. 17; Frauenfelder (2001), S. 41 ff.; Bernet (1998), S. 24 f.; Harris (2005), S. 147 ff.; Bühler (2003), S. 15 f.; Sundaramurthy (1996), S. 380; Bebchuk (1985), S. 1743.

198 Auf Übernahmesituationen spezialisierte Hedge Fonds und ähnliche Investoren. Romerio/Gerhard (2007), S. 5; Gerhard (2006), S. 216.

sprechenden Leitungsorgane abzuwählen[199]. Ein Gleichlauf der Interessen von Leitungsorganen und Aktionären in Übernahmesituationen lässt sich durch rechtliche Massnahmen allerdings nicht herbeiführen. Die Überzeugung, dass die eigene Strategie besser ist, sowie die Furcht vor dem Verlust der eigenen Position führen dazu, dass die Leitungsorgane zwangsläufig andere ökonomische Interessen und damit auch andere Ansichten über eine mögliche Übernahme haben als Aktionäre, die durch die Annahme eines öffentlichen Angebotes meist relativ rasch einen hohen Gewinn realisieren können[200]. Dieser Interessengegensatz lässt sich letztlich nur überwinden, wenn die Leitungsorgane durch Options- und Beteiligungsmodelle selbst ein starkes ökonomisches Interesse an einem Übernahmeangebot zu einem hohen Preis haben[201].

Zu einem Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Leitungsorganen kann es allerdings auch dann kommen, wenn die Leitungsorgane der Zielgesellschaft oder einzelne Mitglieder dieser Organe ein Interesse an einer Übernahme zu einem möglichst tiefen Preis haben. Zu einer derartigen Situation kommt es vor allem dann, wenn Verwaltungsrat oder Management selbst im Sinne eines Management-Buy-out ein Angebot machen[202] oder sich an der Anbieterin massgeblich beteiligen können. Ein ähnlicher Interessenkonflikt kann aber auch entstehen, wenn Verwaltungsrat und Management von einer Anbieterin die Zusicherung einer Weiterbeschäftigung mit grosszügigen Incentives und einem Optionsprogramm erhalten[203]. In derartigen Situationen haben die Leitungsorgane kaum mehr die Tendenz, die Interessen der Zielgesellschaft oder ihrer Aktionäre zu vertreten, sondern treten – im Sinne ihrer eigenen ökonomischen Interessen – primär für eine schnelle und vor allem billige Übernahme ein. Ein derartiges Problem kann sich auch bei einer „Going Private“-Transaktion ergeben, wo ein Hauptaktionär, der bereits vor dem Angebot die Gesellschaft und ihre Leitungsorgane beherrscht hat, ein Angebot für die übrigen Aktien macht; auch in derartigen Situationen tendieren die Leitungsorgane dazu, die Interessen des Hauptaktionärs zu fördern und nicht die Interessen der Minderheitsaktionäre zu schützen, da ihre Position und ihre Entschädigung vom Hauptaktionär abhängen[204].

4.3 Die Aktionäre der Zielgesellschaft

Für die Aktionäre der Zielgesellschaft birgt die Übernahme der Kontrolle durch einen Anbieter Chancen und Risiken. Die Chancen ergeben sich dar-

---

199 Vgl. die Vorgänge bei der SIG im Frühjahr 2006, als Sterling Investments und einige andere Hedge-Fonds versuchten, den Verwaltungsratspräsidenten sowie weitere Verwaltungsratsmitglieder, die sich gegen Übernahmeversuche ausgesprochen hatten, abzuwählen. Gerhard (2006), S. 220.

200 Letztlich liegt bei diesem Interessenkonflikt ein typisches Agency-Problem vor: Das Management befürchtet bei einer Übernahme, dass der neue Aktionär die Verträge mit ihnen löst und ein neues Management bestimmt, vgl. Sundaramurthy (1996), S. 380; Bebchuk (1985), S. 1743; vgl. Homburger ZK N. 979 ff. zu Art. 717 OR.

201 Sarig/Talmor (1997), S. 277; vgl. Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (Sachverhaltsdarstellung lit. KK).

202 Zu dieser Situation: Coffee (1984), S. 1197 f.; Watter (1990), S. 80; Glatthaar (2007), S. 121 f.

203 Ferrarini (2001), S. 16; vgl. Watter (1990), S. 17.

204 Ruffner (2005), S. 261; Kronenberg (2005), S. 127 ff.

aus, dass der Erwerb grösserer Beteiligungen meist zu Kurssteigerungen führt und bei öffentlichen Angeboten den Aktionären normalerweise eine Prämie offeriert wird, die gegenüber dem bisherigen Kursstand einen Gewinn ermöglicht[205]. Risiken können sich für den Aktionär dagegen dann ergeben, wenn ein Dritter zwar nicht alle Aktien einer kotierten Gesellschaft erwirbt, aber eine genügend grosse Beteiligung kauft, um die Kontrolle über die Gesellschaft zu erringen[206], und die neu erworbene Kontrolle zum Nachteil der Publikumsaktionäre für eigennützige Zwecke einsetzt[207], indem er beispielsweise Geschäfte tätigt, die für ihm nahestehende Gesellschaften vorteilhaft sind[208].

Die Publikumsaktionäre, die selbst keinen Einfluss auf die Unternehmensleitung haben, müssen sich bei einem Übernahmeversuch letztlich immer die Frage stellen, ob der Preis, den der Anbieter offeriert, tatsächlich das Wertpotential der Zielgesellschaft widerspiegelt bzw. ob das Unternehmen nicht selbst innert vernünftiger Frist einen höheren Wert erreichen kann[209]. Zur Beantwortung dieser Frage stehen den Publikumsaktionären meistens nur unvollständige Informationen zur Verfügung. Deshalb sind die schweizerischen Übernahmeregeln vor allem darauf ausgerichtet, das Informationsdefizit der Aktionäre durch entsprechende Informationspflichten von Anbieter- und Zielgesellschaft zu beheben[210].

Da die einzelnen Publikumsaktionäre meistens nur sehr kleine Beteiligungen halten, können sie normalerweise die Organe der Zielgesellschaft nicht beeinflussen und auch nicht mit der Anbieterin über die Bedingungen der Übernahme verhandeln[211]. Die Interessen der Publikumsaktionäre können daher einerseits durch Abwehrmassnahmen, welche die Leitungsorgane der Zielgesellschaft ergreifen, andererseits aber auch durch Versuche des Anbieters, im Hinblick auf die Annahme des Angebotes Druck auszuüben, gefährdet werden. Das Übernahmerecht versucht, diese strukturelle Unterlegenheit der Publikumsaktionäre auszugleichen, indem einerseits den Organen der Zielge-

---

205 Vgl. zur Situation der Aktionäre der Zielgesellschaft: Watter (1990), S. 79 ff.; Watter/Maizar (2005), S. 9; Bebchuk (1985), S. 1719 ff., insbesondere S. 1726.

206 Bebchuk (1985), S. 1718 f., S. 1726; dies ist möglich, wenn der Übernehmer aufgrund eines Opting-out (dazu Ziff. III.J.9) der Zielgesellschaft kein öffentliches Angebot machen muss oder bereits mit einer Beteiligung unter $33^1/_3$% faktisch die Kontrolle erwerben kann, weil sich die übrigen Aktien in Streubesitz befinden.

207 Vgl. dazu Borner (1998), S. 269, der dies als „Umverteilungsgewinne zu Lasten der Minderheitsaktionäre" bezeichnet.

208 Ein besonders krasses Beispiel, wie eine Mehrheitsposition ausgenützt werden kann, zeigte sich, als Bouygues 86% der Aktien von Losinger übernahm: beschrieben bei Hünerwadel (1995), S. 40.

209 Bebchuk (1985), S. 1719; Frauenfelder (2001), S. 37; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 117; eine objektive Analyse ergibt allerdings meist, dass ein Angebot, das eine gewisse Prämie über dem Marktpreis aufweist, aufgrund einer „Time value of money"-Betrachtung vorteilhafter ist als das weitere Halten der Aktien. Die Realisierung des Wertpotentials durch das Unternehmen selbst nimmt normalerweise längere Zeit in Anspruch, sodass der Anleger meist ein besseres Resultat erzielt, wenn er die Angebotsprämie realisiert und die erhaltenen Mittel in andere Unternehmen investiert, bei denen die Leitungsorgane den Unternehmenswert ebenfalls steigern können.

210 Bernet (1998), S. 21; Fotiou (2004), S. 38 ff.

211 Vgl. Bühler (2003), S. 9; Bernet (1998), S. 22.

sellschaft gewisse, für das Unternehmen schädliche Abwehrmassnahmen verboten werden und andererseits die Anforderungen an das Angebot der Anbieterin sowohl in Bezug auf den Informationsgehalt wie auch in Bezug auf die formelle Präsentation und den Verfahrensablauf sehr detailliert festgelegt werden, um ein unlauteres Verhalten zu verhindern[212].

In einer anderen Lage als die Publikumsaktionäre befinden sich die Grossaktionäre kotierter Gesellschaften, die meist kein Informationsdefizit haben, weil sie entweder enge Beziehungen zu den Organen der Zielgesellschaft pflegen[213] oder sich Informationen durch eigenen Research beschaffen können. Diese Aktionäre verfügen – im Gegensatz zu den Publikumsaktionären – auch über eine gewisse Verhandlungsmacht, da ihre Beteiligungen dem Anbieter helfen können, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erreichen[214]. Diese Verhandlungsmacht kann dazu führen, dass eine Anbieterin diesen Aktionären höhere Preise als den übrigen Aktionären anbietet, was dem für das Funktionieren des Kapitalmarktes wesentlichen Gleichbehandlungsprinzip widerspricht und deshalb von den Übernahmeregeln verhindert bzw. mindestens eingeschränkt wird[215].

Das Aktionariat der Zielgesellschaft bleibt bei der Übernahmephase nicht stabil, sondern ändert sich meist sehr stark; typischerweise werden beim Aufkommen von Übernahmegerüchten und vor allem beim Vorliegen eines ersten Angebotes auf Übernahmen spezialisierte Hedge-Fonds und andere transaktionsorientierte Investoren Aktien erwerben und schon nach kurzer Zeit die Mehrheit der Aktien halten[216]. Diese neuen Aktionäre sind kurzfristig orientiert und streben letztlich nur einen Verkauf des Unternehmens zu einem möglichst hohen Preis an, wobei sie häufig auch aktiv Konkurrenzanbieter suchen[217]. Aufgrund dieses Wechsels im Aktionariat können sich Verwaltungsrat und Management der Zielgesellschaft bei einem Übernahmeverfahren nicht auf die langfristige Ausrichtung der bisherigen Aktionäre verlassen und hoffen, dass diese ihre Aktien dem Anbieter nicht verkaufen werden[218]. Entsprechend der geänderten Zusammensetzung und Ausrichtung des Aktionariats entschei-

---

212 Vgl. Ferrarini (2001), S. 21, betreffend Verbot schädlicher Abwehrmassnahmen.

213 Zum Teil verfügen grosse Minderheitsaktionäre auch über eine direkte Vertretung im Verwaltungsrat, was ihnen in der Praxis beinahe unlimitierten Zugang zu Informationen über die Zielgesellschaft gibt.

214 Dieses Verhalten zeigt sich vor allem bei den Event-Driven-Hedge-Fonds, die bewusst grosse Positionen bei übernahmegefährdeten Unternehmen aufbauen oder Beteiligungen erwerben, nachdem bereits ein erstes Angebot veröffentlicht worden ist; diese Fonds verfügen nicht nur über spezialisierte eigene Researchkapazitäten, sondern auch über Erfahrung, wie sie ihre Position ausnützen können.

215 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.4.3.

216 Romerio/Gerhard (2007), S. 5; Gerhard (2006), S. 218; Schärer/Waller (2008), S. 68.

217 Exemplarisch ist dabei der Fall der Leica Geosystems im Jahr 2005, wo sich das Aktionariat innert etwa sechs Wochen vom ersten Angebot der Hexagon an völlig änderte; nach dieser Frist hielten auf Übernahmesituationen spezialisierte Hedge-Fonds über 50% der Aktien; Superina (2008), S. 252 ff.

218 Die Darstellung der unterschiedlichen Aktionärskategorien und ihrer Beweggründe bei Werlen (2001), S. 39 ff., ist daher stark theoretisch bzw. entspricht nur der Momentaufnahme beim Beginn eines Übernahmeverfahrens bzw. vor dem Auftauchen entsprechender Gerüchte.

det letztlich bei aller Rhetorik, die sich im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten entwickelt, normalerweise allein der Preis eines Angebotes bzw. das Verhältnis zwischen dem Preis und dem kurzfristig durch die bisherigen Leitungsorgane erzielbaren Unternehmenswert über Erfolg oder Misserfolg eines Angebotes[219].

5. Die rechtliche Regulierung von Beteiligungs- und Kontrollerwerb in der Schweiz

In der Schweiz wird der Markt für die Unternehmenskontrolle nicht nur durch börsenrechtliche Vorschriften reguliert, sondern zu einem Teil auch vom Aktienrecht geregelt, da verschiedene aktienrechtliche Bestimmungen für Übernahmesituationen relevant sind. Börsen- und Aktienrecht bilden damit im Bereich des Kontrollerwerbs ein Gesamtregelwerk, welches das Verhalten der Beteiligten normiert.

5.1 Börsengesetzliche Regulierung

5.1.1 Die Regelungsbereiche des Börsenrechts: Meldepflicht und Regelung öffentlicher Angebote

Das Börsengesetz regelt den Erwerb von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften in folgender Hinsicht:

- Der Erwerb von bedeutenden Beteiligungen muss dem betreffenden Unternehmen und dem Publikum bekanntgegeben werden. Diese Meldepflicht wird in Abschnitt II behandelt.

- Form, Inhalt und Ablauf öffentlicher Angebote, mit denen ein Anbieter Aktien einer kotierten Zielgesellschaft erwerben will, werden geregelt. Diese Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote wird in Abschnitt III behandelt.

Diese beiden Regelungsbereiche ergänzen sich in dem Sinne, als der Erwerb von grösseren Beteiligungen häufig eine Vorstufe für Übernahmen darstellt.

Leitgedanke der börsenrechtlichen Regelung ist nicht, den Erwerb von Beteiligungen bei kotierten Gesellschaften einzuschränken oder die Übernahme der Kontrolle über kotierte Gesellschaften zu verhindern, sondern für alle Marktteilnehmer Transparenz und faire Bedingungen für derartige Transaktionen zu schaffen, damit sich in Bezug auf die Übernahme von Unternehmen ein effi-

---

219 Borner (1998), S. 279; im Einzelnen dazu Ziff. III.5.2.1

zienter Markt entwickeln kann[220]. Zweck der börsenrechtlichen Regelung ist es aber auch nicht, den Markt für Übernahmen zu fördern, um dessen disziplinierende Wirkung auf die Geschäftsführung kotierter Unternehmen zu verstärken; dementsprechend lässt es die börsenrechtliche Regelung auch zu, dass sich Unternehmen durch gesellschaftsrechtliche Massnahmen, wie insbesondere Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung und ähnliche Abwehrbestimmungen in den Statuten, gegen Übernahmen schützen.

5.1.2 Ziel der börsenrechtlichen Regelung

Das Ziel der börsenrechtlichen Regelung bei Beteiligungserwerb und Übernahmen ergibt sich letztlich aus Art. 1 BEHG, dem Zweckartikel des Börsengesetzes, der vorsieht, dass einerseits zum Schutz der Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sichergestellt werden sollen[221], andererseits aber auch die Funktionsfähigkeit des Marktes selbst geschützt werden soll[222]. Zwischen den beiden Zielen von Anleger- und Marktschutz besteht ein enger Zusammenhang, da ein funktionierender Markt, bei dem die Preise sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen reflektieren[223], für die Anleger der beste Schutz ist[224]: Wenn der Markt funktioniert und – nach der Theorie des effizienten Marktes – sämtliche verfügbaren Informationen im Kurs reflektiert werden, so kauft bzw. verkauft auch der unbedarfte Anleger, der selbst keine Informationen hat oder die vorhandenen Informationen nicht verarbeitet, zum „richtigen“ Kurs[225]. Die Übernahmekommission hat aufgrund dieser positiven Auswirkung der Transparenz auch immer grosses Gewicht auf transparente und umfassende Informationen des Marktes gelegt; sie hat in diesem Sinne festgehalten, dass Informationen nicht allein deshalb zurückgehalten werden dürfen, weil ihre Bekanntgabe zu Kursausschlägen führen kann, und hat damit die Prioritäten klar bei der Transparenz und nicht bei der Stabilität des Marktes gesetzt:

---

220 Botschaft Börsengesetz, S. 13; vgl. Votum David in Amt Bull NR 1994, S 1052; Bertschinger (1997), S. 283; Margiotta (2007), S. 206; vgl. zur Informationsverarbeitung als Vorbedingung eines effizienten Marktes Ruffner (2000), S. 361 ff.; zur Neutralität der börsenrechtlichen Regelung BGE 133 II 81 (E.4.3.2); diese Neutralität des Börsenrechtes wurde im Rahmen der parlamentarischen Beratung über die am 1. Dezember 2007 in Kraft getretene Revision des Melderechts betont: Medienmitteilung der WAK-N vom 23. Januar 2007, Ziff. 2; vgl. Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, N. 102.

221 Zobl, Kommentar Börsengesetz, N. 1 sowie N. 30 ff. zu Art. 1 BEHG; von der Crone (2005), S. 1; vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 4 zu Art. 21 BEHG, die einen „mittelbaren“ Anlegerschutz durch Transparenz sehen und die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte in den Vordergrund stellen.

222 Zu den Zielen des BEHG vgl. die Voten im National- und Ständerat: Amtl. Bull. S 1993, S. 1001; Amtl. Bull. N 1994, S. 1057 f.; Zobl, Kommentar Börsengesetz N. 30 ff. zur Einleitung und N. 12 ff. zu Art. 1 BEHG; Watter, BSK N. 9 ff. BEHG; Watter (1997), S. 272; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 8 ff. zu Art. 1 BEHG; Frauenfelder (2001), S. 53 ff.; Bernet (1998), S. 76 ff.; Gotschev (2005), S. 64 ff.

223 Im Einzelnen dazu Ziff. I.1.1.1. vorne; Fama (1970), S. 383; vgl. Gotschev (2005), S. 30 ff.; Ruffner (2000), S. 360; Empfehlung der UEK vom 19. Januar 2006 i.S. Atel (E.4.3.1); vgl. zum Prozess der Informationsverarbeitung; Lüchinger (2004), S. 234 f.

224 Vgl. zum Verhältnis zwischen Anleger- und Funktionsschutz: Gotschev (2005), S. 67; Ruffner (2000), S. 80 ff.; Zobl, Kommentar Börsengesetz, N. 24 zu Art. 1 BEHG.

225 Watter, BSK, N. 11 zu Art. 1 BEHG; vgl. zur Wirkung der Transparenz: Werlen (1994), S. 200; Mettier (1999), S. 36 ff.; Hsu (2000), S. 111.

> „[E]in möglicherweise volatiler, aber umfassend informierter Markt ist einem stabilen, dessen Stabilität jedoch auf einem Mangel an Information beruht, vorzuziehen. "[226]

Der Vorrang der Transparenz gegenüber der Stabilität ist im Lichte der Preisbildung am Markt richtig. Werden die Kurse von Wertpapieren dadurch „stabilisiert", dass Informationen, welche die Marktpreise beeinflussen würden, dem Publikum vorbehalten werden, so kaufen bzw. verkaufen die Anleger zu einem Kurs, der nicht den Wert des Unternehmens widerspiegelt[227]. Dies führt – je nach der konkreten Bedeutung der geheim gehaltenen Information – dazu, dass entweder die Käufer oder die Verkäufer einen Nachteil erleiden, weil sie zu einem zu hohen Kurs kaufen bzw. zu einem zu tiefen Preis verkaufen. Da die Stabilität der Kurse dementsprechend durch die finanzielle Benachteiligung der einen oder andern Marktseite erkauft wird, kann sie weder Ziel der Gesetzgebung noch der Aufsichtsbehörden sein.

Die Zielsetzung der börsenrechtlichen Regelung und der Grundsatz, die Anleger durch Transparenz und Gleichbehandlung zu schützen, sind Elemente, die für die Auslegung des Gesetzes durch die FINMA und die Übernahmekommission starkes Gewicht haben[228]. Die starke Orientierung der Übernahmekommission und der FINMA am Zweck des Gesetzes kann im Einzelfall dazu führen, dass Bestimmungen des Börsengesetzes bzw. der Verordnungen entgegen ihrem Wortlaut dem Gesetzeszweck entsprechend ausgelegt werden[229]. Die Übernahmekommission führte im Fall Clair Finanz Holding[230] in diesem Sinne aus:

> „Obwohl der Wortsinn ein wichtiges Indiz für den festzustellenden Normsinn darstellt, heisst dies indessen nicht, dass dem (vermeintlich) klaren Wortlaut keine weiteren Interpretationsschritte anzustellen sind [...]. Der Wortlaut, sprich die Literalinterpretation, ist ein Auslegungselement unter anderen, aber nicht einfach per se das allein massgebende. Ob die grammatikalische Interpretation sachlich richtig und angemessen ist, kann erst dann festgestellt werden, wenn zum Wortlautargument weitere interpretatorische Erwägungen, namentlich teleologische, angestellt werden, welche bestätigen, dass Wortsinn auf der einen Seite und Sinn und Zweck des Gesetzes auf der anderen im Einklang sind. "

---

226 Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E.1.7).

227 Nach der vorne in Ziff. I.1.1.1 dargestellten Theorie des eingeschränkt effizienten Marktes bildet der Marktpreis in diesen Fällen den Wert des Unternehmens ohne Berücksichtigung der geheim gehaltenen Informationen ab.

228 Zur Auslegung des Börsengesetzes im Allgemeinen; Eggen (2007), S. 399 ff.; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 22 ff. zu Art. 1 BEHG; vgl. Frauenfelder (2001), S. 45; Margiotta (2007), S. 246.

229 Vgl. Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding AG (E.1); vgl. Aregger/Margiotta (2004), S. 288 f., mit der Darstellung der Beweggründe der UEK; ähnlich auch Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006, i.S. Saurer (E.3.2.1); vgl. Eggen (2007), S. 402 f.; Margiotta (2007), S. 246.

230 Vgl. Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding AG (E.1).

Dieses Primat des Zweckes vor dem Wortlaut ist in Anbetracht des klaren Schutzzweckes des Börsengesetzes und der Übernahmeregeln grundsätzlich gerechtfertigt; da der Gesetzgeber seinen Willen aber nicht nur im Zweckartikel des Börsengesetzes, d.h. in Art. 1 BEHG, zum Ausdruck gebracht hat, sondern auch in der Formulierung der anderen Bestimmungen dieses Gesetzes, ist bei einer Auslegung, die sich – basierend auf dem Zweck des Gesetzes – vom Gesetzestext löst, jedoch insoweit Zurückhaltung geboten, als eine derartige Auslegung auf Fälle der Umgehung beschränkt werden muss. In diesem Sinne kann eine derartige Auslegung nur in Situationen Platz greifen, bei denen durch (scheinbar) dem Gesetz nicht unterstellte Transaktionen das gleiche wirtschaftliche Ergebnis erzielt wird wie bei einer direkt dem Gesetz unterstellten Transaktion und auf diese Weise der vom Gesetz bezweckte Anlegerschutz vereitelt wird.

5.2 Aktienrechtliche Regelung

Das Aktienrecht enthält keine Regeln, die sich direkt auf Übernahmen beziehen. Es enthält aber verschiedene Vorschriften, die direkt oder indirekt einen Einfluss auf die Stellung der Zielgesellschaft und ihrer Leitungsorgane bei einem Beteiligungs- und Kontrollerwerb haben. Zielrichtung der aktienrechtlichen Regelung ist dabei im Wesentlichen, einerseits die Interessen der Aktiengesellschaft zum Wohle aller Stakeholder zu schützen und andererseits die faire und gleiche Behandlung der Aktionäre durch die Gesellschaft sicherzustellen[231].

---

231 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.3 hinten.

II. MELDEPFLICHT BEI ERWERB UND VERÄUSSERUNG VON BETEILIGUNGEN

A. ZWECK UND ANWENDUNGSBEREICH DER MELDEPFLICHT

1. Zweck der Meldepflicht

Zweck der Meldepflicht ist es, in Bezug auf die Beherrschungsverhältnisse bei kotierten Gesellschaften transparente Verhältnisse zu schaffen[232], um auf diese Weise folgende Ziele zu erreichen:

– Information der Anleger über Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften
Die Beteiligungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften und vor allem Verschiebungen von Beteiligungen, die zu einer Änderung in der Beherrschung einer Gesellschaft führen, sind kursrelevante Informationen, die für die Investitionsentscheide der übrigen Aktionäre wesentlich sind. Primärer Zweck der Meldepflicht ist es, sicherzustellen, dass die Anleger diese Informationen erhalten und entsprechend bei ihren Investitionsentscheiden berücksichtigen können[233].

– Frühwarnsystem für Übernahmen
Die Meldepflicht soll verhindern, dass ein Aktionär „heimlich" die Kontrolle über eine Gesellschaft erwirbt, indem er sich langsam eine Mehrheitsposition aufbaut und Anleger sowie Gesellschaft erst informiert werden, wenn er bereits die Kontrolle über die Gesellschaft gesichert hat[234]. Die Marktteilnehmer sollen frühzeitig informiert werden, wenn ein Aktionär versucht, eine grosse Beteiligung aufzubauen. Aufgrund dieser Information kann im Markt Wettbewerb um die Kontrolle über die Zielgesellschaft entstehen, was zum Vorteil der Aktionäre zu einem entsprechend höheren Kursniveau führt[235]. Ohne Information des Marktes durch Meldungen über den Beteiligungsaufbau könnte dagegen in vielen Fällen gar nie Wettbewerb entstehen, da der heimliche Aufbau einer starken

---

232 Vgl. Art. 1 BEHG; SWX Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 7; BGE 2A.174/2001; vgl. Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX; Wey (2002), S. 191; Senn (1998), S. 40; Bertschinger (1997), S. 284; vgl. zu den grundsätzlichen Überlegungen im Zusammenhang mit Transparenz: Druey (1997), S. 36 ff.; vgl. dagegen Raggenbass (1999), S. 54 f., der die Aufgabe der Anonymität in der Aktiengesellschaft als Problem betrachtet.

233 Botschaft BEHG, S. 19 f.; Weber, BSK N. 7 f. zu Art. 20 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 zu Art. 20 BEHG; Senn (1998), S. 40; Frei (1996a), S. 723; Nobel (2004b), S. 925. Ferrarini (2001), S. 2, der ausdrücklich darauf hinweist, dass dies Informationen sind, welche die Effizienz des Marktes steigern; vgl. dazu Ziff. I.1.1. vorne.

234 Botschaft BEHG, S. 20, 42; von der Crone (1995), S. 64; von der Crone (1996), S. 37; Weber, BSK N. 7 zu Art. 20 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 zu Art. 20 BEHG; Zobl (1998), S. 47; Nobel (2004b), S. 925; vgl. EBK, Erläuterungen 2007: „In Zukunft soll kein Aktionär mehr eine dominierende Stellung an einem börsenkotierten Unternehmen aufbauen können, ohne dass die übrigen Marktteilnehmer über diese Absicht stufen- und zeitgerecht informiert sind."

235 Borner (1998), S. 276; Raggenbass (1999), S. 58.

Position den späteren Anbieterwettbewerb verhindert: Hat einmal ein Aktionär eine Position von 30–40% aufgebaut, so ist es einem Konkurrenten kaum mehr möglich, ein Konkurrenzangebot zu machen, was sich typischerweise zum Nachteil der übrigen Aktionäre in niedrigen Kursen niederschlägt[236]. Die Meldungen über den Beteiligungsaufbau eines Aktionärs ermöglichen aber auch der Zielgesellschaft, auf die drohende Übernahme zu reagieren, indem sie z.B. die in ihren Statuten vorgesehenen Abwehrmassnahmen zur Anwendung bringt oder selbst einen Bieterwettbewerb einleitet, um für ihre Aktionäre den maximal möglichen Preis zu erreichen[237].

– Durchsetzung der Angebotspflicht
Die Meldepflicht dient auch dazu, die in Art. 32 BEHG vorgesehene Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebotes durchzusetzen, da die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre aufgrund der Meldungen des betreffenden Aktionärs feststellen können, ob dieser den für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert überschritten hat[238]. Die hohen Bussen, die bei einer Verletzung der Meldepflicht ausgefällt werden können[239], stellen letztlich sicher, dass ein Aktionär, der den für ein Pflichtangebot massgebenden Grenzwert überschreitet, dies auch tatsächlich bekannt gibt und nicht versucht, die Angebotspflicht durch Verheimlichung seines Aktienbestandes zu vermeiden.

Die von der Meldepflicht erwarteten positiven Ergebnisse können sich allerdings nur einstellen, wenn die Meldungen über Änderungen an den Beteiligungsverhältnissen die Marktteilnehmer erreichen, sodass diese die entsprechenden Informationen auch tatsächlich bei ihren Investitionsentscheiden berücksichtigen können. Diese praktische Seite der Transparenz wird dadurch sichergestellt, dass alle Meldungen über die elektronische Veröffentlichungsplattform der betreffenden Börse veröffentlicht werden und damit allen Marktteilnehmern in gleicher Weise zugänglich sind[240]. Da die Verbreitung der in der Meldung enthaltenen Informationen Voraussetzung für die richtige Kursbildung im Markt ist, sind die Börsen zum Teil über die börsenrechtlichen Vorschriften zur Verbreitung von Meldungen hinausgegangen: Die SIX

---

236 Dieser Mechanismus zeigt sich in der Praxis vor allem, wenn ein an der Kontrolle interessierter Aktionär von einem Grossaktionär eine beherrschende Beteiligung übernehmen kann. In diesen Fällen kommt es nie zu Wettbewerb über die Kontrolle der Gesellschaft, was dem betreffenden Aktionär jeweils ermöglicht, die übrigen Aktien zu relativ tiefen Preisen zu übernehmen.

237 Kritisch zu dieser Vorwarnfunktion, die Übernahmen verhindert bzw. erschwert, Schildknecht (2004), S. 53; vgl. Kunz (2008a), S. 236, der betont, dass die Meldepflicht „nicht den Schutz von VR oder Management von Publikumsgesellschaften“ anstrebt.

238 Meier-Schatz (1996), S. 95; Nobel (1999), S. 160; Gotschev (2005), S. 86.

239 Dazu im Einzelnen Ziff. III.H.5.2.

240 Die SIX hat eine derartige elektronische Plattform im Jahr 2008eingerichtet; solange eine Börse noch nicht über eine entsprechende elektronische Plattform verfügt, müssen die Meldungen im „Schweizerischen Handelsamtsblatt“ sowie in mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten, veröffentlicht werden.

hat z.B. eine öffentlich zugängliche Datenbank[241] eingerichtet, die sämtliche gemeldeten Beteiligungen wiedergibt und von den Marktteilnehmern vor Kaufs- bzw. Verkaufsentscheiden jederzeit konsultiert werden kann. Auch wenn mit diesen Publizitätsvorschriften letztlich nicht sichergestellt werden kann, dass jeder Anleger vor seinem Anlageentscheid tatsächlich die massgebenden Aktionäre der betreffenden Gesellschaft kennt[242], wird das Ziel einer effizienten Preisbildung im Markt bereits erreicht, wenn nur schon die professionellen Marktteilnehmer diese Informationen beachten und entsprechend in der Kursbildung verarbeiten[243]. Wenn sich auf diese Weise am Markt Preise bilden, die den verfügbaren Informationsstand widerspiegeln, sind letztlich auch die Anleger geschützt, welche die betreffenden Informationen gar nicht zur Kenntnis nehmen, da sie automatisch zum „richtigen" Preis kaufen, d.h. zu einem Preis, der alle verfügbaren Informationen widerspiegelt[244]. Dieser Mechanismus zeigt auch, dass der Schutz des individuellen Anlegers und der Schutz des funktionierenden Marktes ineinandergreifen: Funktioniert der Markt in effizienter Weise, so wird der Anleger im Sinne einer Reflexwirkung ebenfalls geschützt.

Die oben erwähnte Frühwarnfunktion der Meldepflicht stand gerade 2007 im Mittelpunkt der politischen Diskussion über die Änderung des Börsengesetzes und die Verschärfung der Meldepflicht, da es in den Jahren 2006 und 2007 Investoren gelungen war, in verschiedenen kotierten Gesellschaften sehr rasch grosse Positionen aufzubauen[245]. Diese Investoren hatten den Erwerb grosser Beteiligungen zum Teil dadurch vorbereitet, dass sie Finanzinstrumente erwarben, die zwar nicht der Meldepflicht unterstanden, den betreffenden Investoren aber ermöglichten, an der Kursentwicklung der Aktie zu partizipieren[246] und nachher auf dieser Basis Aktien zu erwerben. Dies führte dazu, dass 2007 sowohl auf der Stufe des Börsengesetzes wie auch der BEHV-EBK[247] Änderungen vorgenommen wurden, welche zum Ziel hatten, die Meldepflicht auf Transaktionen und Finanzinstrumente auszudehnen, die bisher nicht meldepflichtig waren, da sie den beteiligten Personen kein Recht gaben, Aktien zu erwerben, sondern nur eine Partizipation an den Kursveränderungen ermög-

---

241 Vgl. Homepage der SWX: www.swx.com. Die Erfahrung zeigt, dass gerade diese zusammenfassende Publikation der Meldungen eine grosse Breitenwirkung entfaltet, sodass heute bei den an der SWX kotierten Gesellschaften mindestens die professionellen Marktteilnehmer die Beteiligungsverhältnisse kennen und bei ihren Anlageentscheiden berücksichtigen.

242 Gerade Privatinvestoren fällen Investitionsentscheide häufig, ohne die relevanten Informationen zu analysieren.

243 Dazu Ziff. I.1.1.1.

244 Watter, BSK, N. 11 zu Art. 1 BEHG; vgl. zur Wirkung der Transparenz: Werlen (1994), S. 200; Mettier (1999), S. 36 ff.; Hsu (2000), S. 111.

245 Vgl. Votum Schneider, Amtl. Bull. 2007, N 99, der ausdrücklich die Fälle Unaxis, Saurer und Ascom erwähnt; Iffland/Gilliard (2007), S. 366.

246 In diesem Sinne werden vor allem Positionen durch Optionen mit Barabrechnung, Contracts for Difference und Shareswaps aufgebaut. Iffland (2007), S. 21; vgl. die bei Watter/Dubs (2008), S. 186 ff. detailliert beschriebenen Beispiele.

247 Heutige BEHV-FINMA.

lichten[248]. Diese Ausdehnung der Meldepflicht und vor allem auch die Erfassung reiner Veräusserungspositionen, d.h. von Derivaten, die zur Veräusserung von Aktien verpflichten, führen dazu, dass sich die Meldepflicht von der ursprünglich bezweckten Abbildung der Beherrschungsverhältnisse zum Teil löst und sich zu einer umfassenden Darstellung des ökonomischen Interesses grosser Investoren an kotierten Gesellschaften wandelt[249]. Diese erweiterte Meldepflicht, die mindestens nach der Vorstellung der FINMA eine Fülle von Derivaten erfasst[250], führt natürlich auch dazu, dass sich das Bild, das sich aus den bei einer kotierten Gesellschaft existierenden Meldungen ergibt, immer komplexer wird[251]. Die Breite der von den einzelnen Meldungen präsentierten Informationen macht es notwendig, dass diese sehr detailliert sind und insbesondere die Charakteristika der einzelnen erfassten Derivate darstellen, damit die Marktteilnehmer die für die tatsächliche Beherrschung einer Gesellschaft wesentlichen Informationen herausschälen können[252]. Der zu diesem Zweck notwendige hohe Detaillierungsgrad der Meldungen kann allerdings dazu führen, dass die einzelnen Meldungen so komplex werden, dass sie für den Laien nicht mehr verständlich sind, sondern nur noch für den auf Derivate spezialisierten professionellen Marktteilnehmer[253].

In der politischen Diskussion, die im Anschluss an einige spektakuläre feindliche Übernahmen stattfand, wurde die Meldepflicht häufig als Instrument zur Vermeidung feindlicher Übernahmen betrachtet, weshalb gerade auch Unternehmen, die eine derartige Übernahme fürchteten, für eine Verschärfung der Meldepflicht eintraten[254]. Nachdem das Börsenrecht gemäss seiner Grundausrichtung aber den Markt für Unternehmenskontrolle nicht beeinflussen soll[255], liegt der Zweck der Meldepflicht auch nach der per 1. Dezember 2007 in Kraft getretenen Revision nicht in der Vermeidung von Übernahmen, sondern

---

248 Zur Geschichte und den Motiven dieser Revision Kunz (2008a), S. 236 ff.; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. ff.; Brügger (2008), S. 88 ff.

249 Die Erweiterung zur Erfassung aller ökonomischen Erwerbs- und Veräusserungspositionen ist allerdings, wie in Ziff. II.C hinten dargestellt, nicht konsequent durchgeführt. Einerseits müssen gewisse Positionen wie z.B. Leerverkäufe nicht gemeldet werden. Andererseits fehlt der Meldepflicht für Instrumente, die überhaupt keinen Bezug zum Erwerb von Aktien haben, aber auch eine gesetzliche Basis. Dazu im Einzelnen Ziff. II.C.1 und II.C.2.2.

250 Zur Kritik an der Regelung in Art. 15 BEHV-FINMA Ziff. II.C.2.2 hinten.

251 So zeigte die SWX-Datenbank über bedeutende Aktionäre kotierter Gesellschaften (www.swx.com) im Dezember 2007 bei OC Oerlikon Corporation AG offene Erwerbspositionen von weit über 100%. Ein ähnliches Bild ergab zu dieser Zeit Sulzer, wo Erwerbspositionen von über 80% gemeldet worden waren. Es ist klar, dass sich dementsprechend aus der gemeldeten Erwerbsposition allein wenig über die tatsächlichen Beherrschungsverhältnisse aussagen lässt; vgl. EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.4.4.; vgl. Iffland/Gilliard (2007), S. 371.

252 Dazu im Einzelnen Ziff. II.H.3.1; vgl. EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.4.4.

253 Die Gruppenmeldung der Deutschen Bank vom 17.12.2007 (Datenbank über bedeutende Aktionäre der SWX, www.swx.com) bezüglich Sulzer umfasst über 80 Derivatpositionen, die mit der Wertpapierkennnummer gekennzeichnet sind. Wie vorne in Ziff. I.1.1.1 dargestellt, genügt es letztlich, wenn die professionellen Marktteilnehmer diese Information verarbeiten, damit sie im Kurs der betreffenden Aktien widerspiegelt wird.

254 Kunz (2008b), S. 284, weist daraufhin, dass der Anstoss für die entsprechende Revision von Art. 20 BEHG vom Verband der Industrie- und Dienstleistungskonzerne (Swissholdings) ausging.

255 Dazu vorne Ziff. I.2.1.2.

allein in der Schaffung von Transparenz[256]: Der Markt und die betroffenen Unternehmen sollen durch die Meldepflicht darüber informiert werden, welche Aktionäre Positionen aufbauen, der Aufbau derartiger Positionen selbst soll aber durch die Meldepflicht nicht behindert werden. Auch wenn einzelne Politiker in der parlamentarischen Debatte über die Änderung des Börsengesetzes die Abwehr von Übernahmeversuchen in den Mittelpunkt der Diskussion rückten[257], haben im Parlament diejenigen Stimmen die Oberhand gewonnen, welche sich gegen eine Abwehr- bzw. „Heimatschutz"-Funktion des Melderechtes wandten und den Zweck der Gesetzesänderung auf die Erhöhung der Transparenz zurückführten[258].

2. Anwendungsbereich der Regeln über die Meldepflicht

2.1 Die betroffene Gesellschaft

Gemäss Art. 20 BEHG sind die Regeln über die Meldepflicht auf alle Gesellschaften anwendbar, die ihren Sitz in der Schweiz haben und deren Beteiligungspapiere in der Schweiz an einer Börse kotiert sind.

Im Einzelnen müssen folgende Voraussetzungen erfüllt sein, damit eine Gesellschaft den Regeln über die Meldepflicht untersteht:

– Kotierung an einer Schweizer Börse
  Erste Voraussetzung für die Unterstellung unter die Meldepflicht ist, dass Beteiligungspapiere der betreffenden Gesellschaft an einer Schweizer Börse kotiert sind[259]. Als Schweizer Börse gelten gemäss Art. 2 lit. b BEHG sämtliche Effektenhandelsorganisationen, die der Bewilligungspflicht gemäss Art. 3 BEHG unterstehen[260]. Als kotiert gelten dagegen gemäss Art. 2 lit. c BEHG Effekten, die mit Willen der betreffenden Gesellschaft zum Handel an der „Haupt- oder Nebenbörse", d.h. an irgendeinem Segment[261] einer Börse, zugelassen sind[262]. Nach diesen Grundsätzen unterstehen Gesellschaften, die an einem der Segmente der SIX oder an

---

256 Vgl. Kunz (2008a), S. 236, der festhält, dass die börsenrechtliche Meldepflicht „nicht den Schutz vom VR oder Management von Publikumsgesellschaften" anstrebt; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 3, stellen allerdings mit Recht fest, dass allein schon diese frühe Bekanntgabe des Beteiligungsaufbaus die Übernahme einer Gesellschaft behindert, weil die Meldung dazu führt, dass die Kurse steigen und damit der Differenz zwischen Börsenkapitalisierung und Wertpotential sinkt, was weitere Käufe für den potentiellen Übernehmer unattraktiv macht.

257 Vgl. Votum Sommaruga, Amtl. Bull. 2007, S. 407, die verhindern wollte, dass Schweizer Unternehmen „zum Spielball von Private-Equity-Gesellschaften vom Typus einer Victory oder Laxey werden".

258 Medienmitteilung der WAK-N vom 23. Januar 2007, Ziff. 2; vgl. Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, N. 102.

259 Lüchinger (2004), S. 251; Mettier (1999), S. 81.

260 Zum Begriff der Börse: Daeniker/Watter, BSK, N. 20 ff. zu Art. 2 BEHG; Gotschev (2005), S. 72.

261 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 23 zu Art. 20 BEHG.

262 Zum Begriff der Kotierung: Daeniker, BSK, N. 28 zu Art. 2 BEHG; Mettier (1999), S. 81 ff.

der Berner Börse kotiert sind, den Bestimmungen über die Meldepflicht[263].

Für die Anwendung der Meldepflicht genügt es, dass mindestens eine Kategorie von Beteiligungspapieren[264] der betreffenden Gesellschaft kotiert ist[265], wobei sich die Meldepflicht in diesem Fall aber auch auf Veränderungen im Besitz der nicht kotierten Beteiligungspapiere bezieht[266]. Da der Begriff der Beteiligungspapiere auch Partizipationsscheine erfasst, gilt die Meldepflicht dementsprechend für Gesellschaften, die nur Partizipationsscheine kotiert haben[267]. Da sich die Meldepflicht aber nur auf Beteiligungspapiere bezieht, die Stimmrechte vermitteln, führen Verschiebungen in den Besitzverhältnissen an den kotierten Partizipationsscheinen selbst allerdings nicht zu einer Meldepflicht; die Meldepflicht kann in diesem Fall nur durch Verschiebungen bei den nicht kotierten Aktien ausgelöst werden.

Die Meldepflicht gilt nicht für Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere ausserbörslich gehandelt werden; dies gilt auch dann, wenn in diesem Handel hohe Umsätze erzielt und die ausserbörslich erzielten Kurse regelmässig publiziert werden[268]. Auch Gesellschaften, die nur Forderungspapiere, wie insbesondere Obligationen, aber keine Beteiligungspapiere an der Börse kotiert haben, unterstehen der Meldepflicht nicht, da diese allein auf die Kotierung von Beteiligungspapieren abstellt[269].

– Sitz der Gesellschaft in der Schweiz
  Zweite Voraussetzung für die Anwendung der Regeln über die Meldepflicht ist, dass die betreffende Gesellschaft ihren Sitz in der Schweiz hat. Aufgrund dieser Voraussetzung werden alle kotierten Gesellschaften erfasst, die ihren statutarischen Sitz in der Schweiz haben[270]. Damit die

---

263 Weber, BSK, N. 32 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 17 zu Art. 20 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 24 zu Art. 20 BEHG. Nicht als kotiert in diesem Sinne gelten allerdings die im Segment „Sponsored" der SIX zugelassenen Titel, da es sich um eine faktische Zulassung zum Handel handelt, die aufgrund des Gesuchs eines Sponsors und nicht aufgrund des Gesuchs der Gesellschaft selbst erfolgt: vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 13.

264 Der Begriff des Beteiligungspapiers wird in Art. 2 lit. e BEHG und in Art. 2 UEV definiert (die Bestimmungen der UEV sind zwar im Bereich der Meldepflicht nicht direkt anwendbar, können aber in Analogie herangezogen werden) und umfasst Aktien, Partizipationsscheine, Genussscheine, Wandelrechte, Erwerbs- sowie Optionsrechte auf Beteiligungspapiere, d.h. alle Effekten, die direkt oder – im Sinne eines Optionsrechtes – indirekt eine Eigenkapitalposition verkörpern; vgl. Zobl, Kommentar Börsengesetz, N. 15 ff. zu Art. 2 lit. a BEHG.

265 Mettier (1999), S. 83.

266 Mettier (1999), S. 84; von der Crone (1996), S. 40; vgl. Botschaft BEHG, S. 42.

267 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 17 zu Art. 20 BEHG; ein Beispiel einer derartigen Gesellschaft ist Loeb: Diese hat nur ihre Partizipationsscheine an der SWX kotiert.

268 Vgl. von der Crone (1996), S. 40; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 20 zu Art. 20 BEHG.

269 Dies ergibt sich aus der Definition des Beteiligungspapiers gemäss Art. 2 lit. e BEHG sowie Art. 2 UEV; zu dieser Definition Zobl, Kommentar Börsengesetz, N. 15 ff. zu Art. 2 lit. a BEHG.

270 Mettier (1999), S. 80.

Vorschriften über die Meldepflicht nicht umgangen werden können, unterliegen in Analogie zur Regelung der Unterstellung unter die Übernahmeregeln des Börsengesetzes aber auch Gesellschaften mit ausländischem statutarischem Sitz der Meldepflicht, sofern sich der Sitz ihrer tatsächlichen Verwaltung in der Schweiz befindet, weil ihre obersten Geschäftsleitungsorgane ihre Tätigkeit in der Schweiz ausüben[271]. Nicht anwendbar sind die schweizerischen Regeln über die Meldepflicht dagegen auf Gesellschaften, bei denen sich sowohl der statutarische Sitz wie auch der tatsächliche Sitz des obersten Leitungsorgans ausserhalb der Schweiz befinden. Wenn derartige Unternehmen nur in der Schweiz kotiert sind, führt dies dazu, dass sie bzw. ihre Aktionäre keinerlei Meldungen machen müssen, sofern die Gesetze am Sitz der betreffenden Gesellschaft keine äquivalente Meldepflicht vorsehen oder diese Pflicht nur gilt, wenn die Beteiligungspapiere der betreffenden Gesellschaft in diesem Land kotiert sind[272]. Diese für die Publikumsaktionäre ungünstige Konsequenz lässt sich letztlich nur dadurch vermeiden, dass in einer Gesetzesrevision sämtliche Gesellschaften mit Primärkotierung an einer Schweizer Börse – unabhängig von ihrem Sitz – den börsengesetzlichen Meldepflichten unterstellt würden[273].

2.2 Die meldepflichtigen Aktionäre

Der Meldepflicht unterliegt jede Person, die an einer der Meldepflicht unterstellten Gesellschaft beteiligt ist und deren Beteiligung aufgrund einer eigenen Transaktion bzw. einer Veränderung des Gesellschaftskapitals einen der in Art. 20 BEHG erwähnten Grenzwerte über- bzw. unterschreitet. Der Wohnsitz bzw. Sitz des betreffenden Aktionärs ist dagegen irrelevant[274]; die Vorschriften über die Meldepflicht, einschliesslich der Sanktionen für die Verletzung der Meldepflicht, kommen daher auch dann zur Anwendung, wenn die Person, welche die betreffenden Beteiligungspapiere hält, im Ausland ansässig ist[275].

Die Vorschriften über die Meldepflicht kommen aber nicht nur bei Drittpersonen, die Beteiligungsrechte an einer Gesellschaft halten, zur Anwendung[276]. Auch die Gesellschaft selbst unterliegt gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 2 BEHV-FINMA der Meldepflicht, wenn ihr eigener Bestand an Aktien einen Grenzwert erreicht oder überschreitet bzw. ihr Aktienbestand, der einen Grenzwert

---

271 Vgl. die entsprechende Praxis der UEK und der EBK bei Übernahmeangeboten; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 15 zu Art. 20 BEHG; Gotschev (2005), S. 87 f.

272 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 16 zu Art. 20 BEHG; Senn (2000), S. 974. Dies gilt für die in der Schweiz kotierten liechtensteinischen Gesellschaften sowie auch für verschiedene andere ausländische Gesellschaften, wie z.B. austriamicrosystems.

273 Vgl. Senn (2000), S. 970 und 975.

274 Weber, BSK, N. 83 zu Art. 20 BEHG; Frei (1996a), S. 724; Raggenbass (1999), S. 59.

275 Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 15; Mettier (1999), S. 80; Schleiffer (2006), S. 129.

276 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 119 zu Art. 20 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 50 ff. zu Art. 20 BEHG.

überschritten hat, so reduziert wird, dass dieser den betreffenden Grenzwert wiederum unterschreitet[277].

2.3 Die massgebende Transaktion

Für die Unterstellung unter die Meldepflicht ist es irrelevant, wo die Transaktion stattfindet, welche zur Verschiebung von Stimmrechten führt und damit die Meldepflicht auslöst[278]. Die Meldepflicht wird daher insbesondere auch durch Transaktionen ausgelöst, die an ausländischen Börsen stattfinden oder ausserbörslich vollzogen werden[279].

2.4 Verhältnis zur aktienrechtlichen Offenlegungspflicht

Gemäss Art. 663c OR sind schweizerische Gesellschaften, deren Aktien oder Partizipationsscheine[280] an einer Börse kotiert sind, verpflichtet, ihnen bekannte[281] Beteiligungen, die 5% der Stimmrechte[282] überschreiten[283], im Anhang zur Bilanz zu veröffentlichen[284]. Diese Offenlegung der grossen Aktionäre im Anhang zur Jahresrechnung ist eine auf den Bilanzstichtag bezogene Momentaufnahme der Beteiligungsverhältnisse[285], während die börsenrechtliche Meldepflicht zu einer laufenden Orientierung der Anleger über die Entwicklung der Beherrschungsverhältnisse führt.

Die Pflicht zur Bekanntgabe grosser Beteiligungen gemäss Art. 663c OR existiert unabhängig von der börsenrechtlichen Meldepflicht und muss zusätzlich zu dieser erfüllt werden[286]. Dementsprechend müssen kotierte Gesellschaften die im Verlauf des Jahres aufgrund der börsenrechtlichen Meldepflicht veröf-

---

277 Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 12; Weber, BSK, N. 92 zu Art. 20 BEHG; Kistler (2001), S. 137; von der Crone (1996), S. 43; Mettier (1999), S. 165 f.; Gotschev (2005), S. 103.

278 Weber, BSK, N. 83 zu Art. 20 BEHG; Leuenberger (1996), S. 124.

279 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 26 f. zu Art. 20 BEHG; Weber BSK N. 31 und 83 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 80.

280 Von Ballmoos (1997) S. 347; A.M. Mettier (1999), S. 63, die davon ausgeht, dass eine Gesellschaft, die nur Partizipationsscheine kotiert hat, nicht von Art. 663c erfasst wird. M.E. ist diese Ansicht nicht zutreffend, da Partizipationsscheine und Aktien gemäss Art. 656a Abs. 2 OR einander gleichgestellt sind.

281 Art. 663c OR ist eine Bestimmung mit geringer Durchsetzungskraft, da die Aktionäre keine aktienrechtliche Meldepflicht haben und die Gesellschaft weder eine Nachforschungspflicht noch irgendwelche Möglichkeiten hat, um abzuklären, wem die Aktien gehören, sofern sich die Aktionäre nicht im Aktienbuch eintragen; vgl. von Büren/Bähler (1996), S. 395; Kistler (2001), S. 49.

282 Bezugsgrösse für die Berechnung dieser Grenze sind die Stimmrechte, die sich aus dem gesamten im Handelsregister eingetragenen Aktienkapital ergeben; für diese Berechnung ist es irrelevant, ob ein Teil der Stimmrechte aufgrund von Art. 659a Abs. 1 OR oder wegen der Überschreitung einer Eintragungslimite ruht; Kistler (2001), S. 47 f.

283 Enthalten die Statuten eine tiefere prozentmässige Eintragungsgrenze für Namenaktien, so gilt für die Bekanntgabepflicht diese Grenze.

284 Senn (1998), S. 34; Meier-Schatz (1996), S. 98 f.; Mettier (1999), S. 64; Raggenbass (1999), S. 55; Kunz (2001), S. 635 ff.

285 Böckli (2004), N. 973c; vgl. Kistler (2001), S. 53.

286 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 18 zu Art. 20 BEHG; vgl. den Vergleich zwischen den beiden Regelungen und ihren Geltungsbereichen bei Mettier (1999), S. 66 ff.

fentlichten Beteiligungen noch einmal im Anhang zur Bilanz veröffentlichen[287]. Wenn sich der im Rahmen einer börsenrechtlichen Meldung bekanntgegebene Aktienbestand eines Anlegers[288] nach der Meldung ändert, ohne dass eine neue börsenrechtliche Meldung notwendig wird, weil dieser keinen der massgebenden Grenzwerte über- oder unterschreitet, die Gesellschaft aber aufgrund einer Mitteilung des betreffenden Aktionärs oder aufgrund seiner Eintragungsgesuche per Bilanzstichtag Informationen über die tatsächliche Beteiligung dieses Aktionärs hat, so muss die Gesellschaft den neuen Stand im Anhang zur Jahresrechnung offenlegen, auch wenn keine börsenrechtliche Meldung erfolgte.

Neben der börsenrechtlichen Meldepflicht hat die aktienrechtliche Offenlegungspflicht im Sinne von Art. 663c OR heute in der Praxis keine Bedeutung mehr; da die Informationen über die Beteiligungen am Ende eines Geschäftsjahres bei der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes meist rund drei Monate alt sind, werden sie im Markt kaum mehr beachtet. Investoren, die sich über die Beteiligungsverhältnisse einer Gesellschaft orientieren wollen, stellen heute allein auf die SIX-Datenbank ab, die wesentlich aktueller ist. Rein aus diesem Blickwinkel erweist sich die in der Realität oft auch sehr unvollständige Offenlegung gemäss Art. 663c OR als überflüssig.

Hält eine Gesellschaft eigene Aktien, muss sie gemäss Art. 663b Ziff. 10 OR unabhängig von der Höhe des Bestandes im Anhang zur Bilanz detaillierte Angaben über die Anzahl der von ihr gehaltenen eigenen Aktien sowie über die während des Jahres mit eigenen Aktien durchgeführten Transaktionen machen[289]. Diese Pflicht geht wesentlich weiter als die börsenrechtliche Meldepflicht und gibt in der Praxis wertvolle Hinweise auf die Handelstätigkeit der Gesellschaft.

---

287 Wenn eine Gesellschaft Inhaberaktien ausgegeben hat oder bei Namenaktien ein grosser Dispo-Bestand existiert, sind die Meldungen gemäss Art. 20 BEHG normalerweise die einzig verlässliche Quelle für die Angaben gemäss Art. 663c OR; vgl. Weber, BSK, N. 14 zu Art. 20 BEHG; Hofstetter (1998c), S. 289; Senn (1998), S. 34.

288 In den betreffenden Meldungen wird jeweils nur der Bestand offengelegt, der sich unmittelbar nach Überschreitung des betreffenden Grenzwertes ergibt.

289 Neuhaus/Ilg, BSK, N. 33 ff. zu Art. 663b OR; Böckli (2004), S. 847 f.

B. GRENZWERTE FÜR DIE MELDEPFLICHT

1. Grenzwerte

Gemäss Art. 20 BEHG ist eine Person, deren Besitz von Aktien bzw. meldepflichtigen Derivaten[290] aufgrund des Erwerbs von Aktien oder einer Veränderung der für die Berechnung der Grenzwerte massgebenden Gesamtzahl von Stimmrechten[291] den Grenzwert von 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, $33^{1}/_{3}$%, 50% und $66^{2}/_{3}$%[292] der Stimmrechte erreicht oder überschreitet, dazu verpflichtet, diese Tatsache der Gesellschaft und der Börse, an der die betreffenden Aktien kotiert sind, zu melden. Die gleiche Meldepflicht gilt auch, wenn der Bestand von Aktien bzw. meldepflichtigen Derivaten einer Person über einem dieser Grenzwerte liegt, aber durch eine Veräusserung von Aktien bzw. eine Veränderung der für die Berechnung der Grenzwerte massgebenden Gesamtzahl von Stimmrechten unter diesen Grenzwert fällt.

Für die Auslösung der Meldepflicht ist seit der Revision des Melderechts vom 1. Dezember 2007 nicht mehr allein die Gesamtposition von Aktien und Derivaten, die ein Anleger hält, massgebend. Die Meldepflicht wird bereits ausgelöst, wenn in-

---

290 Zur Meldepflicht von Derivaten im Einzelnen Ziff. II.C.2 hinten.

291 Wie in Ziff. II.F.3 im Einzelnen zu zeigen ist, kann es allerdings auch zu einer Über- bzw. Unterschreitung eines Grenzwertes und damit zur Auslösung der Meldepflicht kommen, wenn sich durch eine gesellschaftsrechtliche Transaktion (Kapitalerhöhung, Umwandlung von PS in Aktien, Kapitalherabsetzung) die Gesamtzahl der Stimmrechte ändert, da dies auch ohne Veräusserung oder Erwerb von Aktien durch die betreffenden Personen zu einer Änderung des prozentualen Anteils der einzelnen Aktionäre führt.

292 Iffland/Gilliard (2007), S. 369; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 2; mit gewissen Abweichungen bilden diese Schwellenwerte auch die aktienrechtlich wesentlichen Beteiligungen ab: 10% (der Stimmrechte sind notwendig, um gewisse Aktionärsrechte geltend zu machen (Sonderprüfung gemäss Art. 697b OR, Einberufung einer Generalversammlung nach Art. 699 OR, Sperrminorität für Squeeze-Out Fusion gemäss Art. 23 FusG); 20% qualifizieren als Beteiligung im Sinne von Art. 665a Abs. 3 OR; $33^{1}/_{3}$% der Stimmen bilden eine Sperrminorität bezüglich der Beschlüsse gemäss Art. 704 OR; 50% stellen die absolute Mehrheit des Aktienkapitals dar und erlauben es, eine Gesellschaft durch Besetzung des Verwaltungsrates zu beherrschen; $66^{2}/_{3}$% sind eine qualifizierte Mehrheit, um Beschlüsse gemäss Art. 704 OR zu fassen; vgl. von der Crone (1995), S. 64; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 32 zu Art. 20 BEHG; von der Crone (1996), S. 41; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 17 zu Art. 20 BEHG. Bei der Einführung des Gesetzes wurde als untere Grenze 5% eingeführt, weil bei grossen Gesellschaften bereits 5% der Stimmen ein sehr starkes Engagement darstellen und bei geringem Besuch der Generalversammlung zu einem erheblichen Einfluss führen; vgl. Botschaft, S. 41 ff.; kritisch zur untersten Grenze von 5% dagegen Frei (1996a), S. 725 und Borner (1998), S. 276; kritisch zu den Intervallen zwischen den Grenzwerten: Druey (1997), S. 37; Gotschev (2005), S. 88, der engere Intervalle zwischen den einzelnen Grenzwerten postuliert. Die Schwellenwerte von 3, 15 und 25% wurden erst mit der Revision per 1. Dezember 2007 eingeführt; mit der Senkung der unteren Limite auf 3% sollte dabei das „Frühwarnsystem" für Gesellschaften und Aktionäre verbessert werden, weil so der Aufbau grösserer Positionen früher offengelegt werden muss, während die Schwellenwerte von 15 und 25% eingeführt wurden, um die relativ grossen Lücken zwischen 10 und 20% bzw. 20 und $33^{1}/_{3}$% zu schliessen; Votum Schneider, Amtl. Bull. 2007, N. 99; vgl. EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 1.1.2. Kritisch zum Schwellenwert von 3% und zur „überdimensionierten Reihe" der Schwellenwerte Nobel (2008b), S. 2; vgl. EBK, Erläuterungsbericht zum Entwurf BEHV-FINMA, S. 13, wo die EBK festhält: "In der Praxis haben sich im Zusammenhang mit der untersten Meldeschwelle von 3% und namentlich der Meldepflicht von Cash-Settlement-Optionen indes eine Fülle von zum Teil äusserst voluminösen Meldungen ergeben, die wenig hilfreich sind und eher zur Desinformation als zu mehr Transparenz führen".

nerhalb der Gesamtposition die Erwerbsposition[293], die Veräusserungsposition[294] oder der Aktienbestand[295] einen der massgebenden Grenzwerte erreicht, überschreitet oder unterschreitet[296]. Die Meldung, die in einem derartigen Fall gemacht werden muss, muss aber immer alle drei Komponenten der meldepflichtigen Gesamtposition beinhalten, damit sich die Marktteilnehmer ein vollständiges Bild der ökonomischen Position und der Stimmkraft der meldepflichtigen Person machen können.

2. Berechnung der Grenzwerte

Die konkrete Höhe der Grenzwerte muss bei jeder Gesellschaft aufgrund des gesamten Bestandes an Stimmrechten berechnet werden:

2.1 Der massgebende Gesamtbestand der Stimmrechte

Basis für die Berechnung der Grenzwerte ist gemäss Art. 12 Abs. 2 BEHV-FINMA jeweils die Gesamtzahl der gemäss Handelsregistereintrag stimmberechtigten Aktien[297], wobei es für die Bestimmung der Gesamtzahl der Aktien irrelevant ist, ob das Stimmrecht an den einzelnen Aktien im konkreten Fall ausgeübt werden kann[298]. Bei der Berechnung des Gesamtbestandes sind deshalb auch Aktien zu berücksichtigen, für die aufgrund von Vinkulierungsbestimmungen, Stimmrechtsbeschränkungen oder einer Suspendierung im Sinne von Art. 20 Abs. 4bis BEHG die Stimmrechte nicht ausgeübt werden können

---

293 Aktien und Derivate, die zum Erwerb von Aktien führen können.

294 Derivate, die zum Verkauf von Aktien führen können.

295 Vgl. zu den einzelnen Positionen im Detail Ziff. II.C.3.1 hinten.

296 Art. 12 Abs. 1 und Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA; Iffland/Gilliard (2007), S. 373. Mit der Revision des Melderechts per 1. Dezember 2007 wurde diese Aufspaltung der Meldung notwendig, weil die Meldepflicht auf Derivate ausgedehnt wurde, die nicht zum Erwerb, sondern zum Verkauf von Aktien führen (Veräusserungspositionen) und auch Derivate erfasst wurden, die keine Realerfüllung vorsehen, womit sich die Meldepflicht von der Darstellung der Stimmrechtsverhältnisse stark entfernt hat. Der Umstand, dass die Meldepflicht derart unterschiedliche Positionen erfasst, führt dazu, dass die Meldung einer Gesamtposition, bei der die oben aufgeführten drei Komponenten miteinander ausgewiesen bzw. verrechnet würden, keine nützliche Information mehr über die tatsächlichen Stimmrechtsverhältnisse ergeben würde. Daher kann nur noch ein getrennter Ausweis der einzelnen Komponenten zu einer sinnvollen Information des Marktes beitragen.

297 Mitteilung der Offenlegungsstelle vom 26. Februar 1999 (III/99), Ziff. 1; vgl. Empfehlung der UEK vom 31. Mai 2005 i.S. Calida (E.1.2); Weber, BSK, N. 37 zu Art. 20 BEHG; Röthlisberger (1998), S. 137 f.; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 19 zu Art. 20 BEHG; Frei (1996a), S. 724. Die für die Berechnung massgeblichen Handelsregistereinträge der an der SWX gehandelten Beteiligungspapiere schweizerischer Gesellschaften können über die Homepage der SWX erfragt werden (www.swx.ch); a.M. Schleiffer (2006), S. 148 f., der bei der Ausgabe von Optionen durch eine Gesellschaft davon ausgeht, dass die Bezugsgrösse der Meldung das Kapital bzw. die Anzahl der Stimmrechte nach Ausübung der Optionen sein muss. Diese Ansicht ist m.E. nicht zutreffend, das sie dem klaren Wortlaut von Art. 12 Abs. 2 BEHV-FINMA widerspricht. Die Berechnung wäre aber auch nicht sachgerecht, da auf diese Weise bei der Bestimmung des Gesamtbestandes Aktien berücksichtigt werden, die möglicherweise gar nie ausgegeben werden, weil die betreffenden Optionen nicht ausgeübt werden.

298 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99), Ziff. 1; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 4 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz (1996). S. 104; Nobel (1996), S. 105; von Büren/Bähler (1996), S. 396.

oder deren Stimmrecht wegen Eigenbesitzes der Gesellschaft gemäss Art. 659a OR ruht[299].

2.2 Bedingtes und genehmigtes Kapital

Da bei der Berechnung der Grenzwerte auf die Gesamtzahl der Stimmrechte gemäss Eintrag im Handelsregister abgestellt wird, werden bedingtes und genehmigtes Kapital bei der Berechnung der Gesamtstimmzahl nicht berücksichtigt, solange das Kapital nicht aufgrund des bedingten bzw. genehmigten Kapitals tatsächlich erhöht und die betreffende Erhöhung im Handelsregister eingetragen worden ist[300].

Beim bedingten Kapital kann der Erwerb der Stimmrechte durch einen Aktionär und die Eintragung der neuen Aktien im Handelsregister zeitlich auseinanderfallen, da die Stimmrechte gemäss Art. 653e OR direkt mit der Ausübung der betreffenden Wandel- und Optionsrechte und der Einzahlung des Liberierungsbetrages entstehen, während der Handelsregistereintrag gemäss Art. 653h OR jeweils nur einmal pro Jahr – innert drei Monaten nach Abschluss des Geschäftsjahres – angepasst wird[301]. Eine kleine zeitliche Differenz zwischen dem Entstehen der Stimmrechte und der Eintragung im Aktienbuch kann sich aber auch bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung oder einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital ergeben; im Falle einer derartigen Kapitalerhöhung entstehen die Stimmrechte bereits mit dem Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss des Verwaltungsrates im Sinne von Art. 652g Abs. 1 OR, während der Handelsregistereintrag meistens erst einige Tage später erfolgt[302].

Da die Meldepflicht des Aktionärs unabhängig von der Eintragung im Handelsregister unmittelbar mit dem Erwerb der Aktien entsteht, führt die zeitliche Differenz zwischen dem Erwerb der Aktien und der Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister dazu, dass der für die Meldepflicht massgebende Bestand eines Aktionärs zwar aufgrund der von ihm erworbenen Aktien berechnet wird, diese Aktien aber in der Gesamtzahl der Aktien und daher auch bei der Berechnung der Grenzwerte mangels Eintragung im Handelsregister noch nicht berücksichtigt werden[303]. Dies kann dazu führen, dass ein Aktionär einen Grenzwert zwischen dem Zeitpunkt, in dem er die Aktien aus der Kapitalerhöhung erwirbt, und dem Zeitpunkt des Eintrags der Kapitalerhöhung im Handelsregister kurzfristig überschreitet und daher sowohl im Zeit-

---

299 Weber, BSK, N. 39 ff. zu Art. 20 BEHG; Tschäni (2004a), S. 195; Meier-Schatz (1996), S. 104; Mettier (1999), S. 38 ff.

300 Kistler (2001), S. 79; Mitteilung der Offenlegungsstelle vom 26. Februar 1999 (III/99), Ziff. 2.

301 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 43 zu Art. 20 BEHG; vgl. von der Crone (1996), S. 43; Schleiffer (2006), S. 131.

302 Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Calida vom 13. Mai 2005 (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 24. November 2004 i.S. Helvetia (E.1.4); Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 44 zu Art. 20 BEHG.

303 Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle vom 26. Februar 1999 (III/99); Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 43 zu Art. 20 BEHG; von der Crone (1996) S. 43; Mettier (1999), S. 98; Weber, BSK, N. 38 zu Art. 20 BEHG.

punkt der Überschreitung, d.h. beim Erwerb der Aktien, wie auch im Zeitpunkt, in dem der Grenzwert wegen der Änderung im Handelsregistereintrag wieder unterschritten wird, eine Meldung machen muss[304]. Wie in Ziff. II.G.3.1.1 zu zeigen ist, kann in derartigen Situationen aber meist eine Ausnahme von der Meldepflicht beantragt werden, sofern die Überschreitung des Grenzwertes auf eine relativ kurze Frist begrenzt ist.

304 Vgl. die analoge Situation bezüglich der Grenzwerte, die bei der Überschreitung der Pflichtangebote gelten; dazu die Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005, i.S. Calida (E.1); Gotschev (2005), S. 89.

C. DAS OBJEKT DER MELDUNG: AKTIEN UND DERIVATE

Die Meldepflicht bezieht sich primär auf Aktien, da diese direkt Stimmrechte gewähren und deshalb für die Gestaltung der Stimmrechtsverhältnisse und für die Beherrschung einer Gesellschaft entscheidend sind. Zusätzlich werden aber vom Börsengesetz auch bestimmte Derivate erfasst, die sich auf Aktien beziehen, da Veränderungen in den Derivatpositionen häufig Vorboten für die Veränderungen der Stimmrechtsverhältnisse sind. Mit der in Art. 15 BEHV-FINMA vorgesehenen sehr breiten Erfassung von Derivaten hat sich die Meldepflicht allerdings stark von der blossen Darstellung der Stimmrechtsverhältnisse gelöst und bildet nun das ökonomische Engagement der bedeutenden Aktionäre einer Gesellschaft ab. Konsequenz dieser sehr breit gefassten Meldepflicht ist, dass die Meldung sehr differenziert und detailliert aufgebaut werden muss, damit das Publikum die Beherrschungsverhältnisse in der Fülle der Detailinformationen noch erkennen kann[305].

1. Aktien

Primäres Objekt der Meldepflicht sind Aktien, da sie Stimmrechte vermitteln und damit für die Beherrschung einer Gesellschaft entscheidend sind. Dabei hat die meldepflichtige Person alle Aktien zu melden, die sie direkt oder indirekt hält[306]. Nicht der Meldepflicht unterliegen dagegen Beteiligungspapiere, die keine Stimmrechte vermitteln, wie insbesondere Partizipations- oder Genussscheine sowie reine Schuldtitel[307]; diese werden dementsprechend aber auch bei der Berechnung des meldepflichtigen Bestandes nicht berücksichtigt[308].

Die Meldepflicht erfasst alle Aktien, die gültig ausgegeben worden sind und daher ein Stimmrecht vermitteln. Sofern die Eintragung im Handelsregister nicht Voraussetzung für die Entstehung des Stimmrechtes ist, unterliegen da-

---

305 Vgl. Iffland/Gilliard (2007), S. 73 f.; vgl. EBK Erläuterungsbericht zum Entwurf der BEHV-FINMA vom Juni 2008, S. 13, wo die EBK von einer "Meldeflut" spricht und von einer "Fülle von zum Teil äusserst voluminösen Meldungen ....., die wenig hilfreich sind und eher zur Desinformation als zu mehr Transparenz führen".

306 Zum Begriff des direkten bzw. indirekten Haltens im Einzelnen Ziff. II.D.

307 Bei Wandel- und Optionsanleihen unterliegen allerdings die Options- und Wandelrechte der Meldepflicht, vgl. dazu Ziff. II.C.2.1.2 hinten.

308 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (III/99), Ziff. 2; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz N. 5 zu Art. 20 BEHG; die Umwandlung derartiger stimmrechtsloser Beteiligungspapiere in Aktien löst allerdings die Meldepflicht aus, sofern damit einer der massgebenden Grenzwerte überschritten wird, dazu Ziff. II.F.3 hinten.

her auch Aktienbestände der Meldepflicht, die noch nicht im Handelsregister eingetragen worden sind[309].

Da die Meldepflicht nur auf die abstrakte Möglichkeit zur Ausübung von Stimmrechten abstellt, ist irrelevant, ob die meldepflichtige Person im konkreten Fall die Stimmrechte ihrer Aktien tatsächlich ausüben kann. Daher sind auch die Aktien meldepflichtig, deren Stimmrechte aufgrund einer Vinkulierung oder einer Suspendierung im Sinne von Art. 20 Abs. 4[bis] BEHG ruhen oder vom Eigentümer nicht ausgeübt werden können, weil eine statutarische Stimmrechtsbeschränkung besteht oder weil der Aktionär selbst bei Namenaktien auf die Eintragung im Aktienbuch verzichtet hat[310]. Auch die Gesellschaft selbst ist für ihren Besitz an eigenen Aktien meldepflichtig, obwohl das Stimmrecht gemäss Art. 659a OR ruht[311].

Da der Aktienbestand aufgrund der Stimmrechte für die Beherrschung einer Gesellschaft zentral ist, bildet der Aktienbestand nicht nur einen Teil der meldepflichtigen Erwerbsposition, sondern muss gemäss Art. 16 lit. a, Ziff. 4 BEHV-FINMA auch noch separat gemeldet werden, wenn er allein, d.h. ohne die in der Erwerbsposition ausgewiesenen Derivate, einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert erreicht, übersteigt oder einen bereits vorher überschrittenen Grenzwert unterschreitet[312].

Während der Erwerb und der Verkauf von Aktien die Meldepflicht auslösen, wenn dadurch der Aktienbestand oder die gesamte Erwerbsposition einer meldepflichtigen Person einen für die Meldepflicht relevanten Grenzwert erreichen, überschreiten oder – sofern der betreffende Grenzwert früher überschritten wurde – unterschreiten, unterliegen Leerverkäufe von Aktien nach Ansicht der EBK beim Verkäufer nicht der Meldepflicht[313]. Diese Ausnahme von der Meldepflicht ist im Gesamtsystem der Meldepflicht, das seit 1. Dezember 2007 auch Veräusserungspositionen bei Derivaten, d.h. potestativ bedingten Verkäufen, erfasst, sachlich nicht gerechtfertigt. Bei einem Leerverkauf verkauft der Verkäufer Aktien, die er zu einem späteren Zeitpunkt lie-

---

309 Daher sind Aktien, die aus genehmigtem oder bewilligtem Kapital stammen, vom Moment der Ausgabe an meldepflichtig, selbst wenn die Handelsregistereintragung später erfolgt. Problematisch an diesen Fällen ist, dass die betreffenden Aktien mangels Eintrag im Handelsregister bei der Berechnung der Grenzwerte nicht berücksichtigt werden, da die Grenzwertberechnung allein auf dem Handelsregistereintrag beruht. In der Praxis kann dies dazu führen, dass der betreffende Aktionär einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert kurzfristig überschreitet, da die betreffenden Aktien zwar dem Aktionär als meldepflichtiger Bestand zugerechnet werden, andererseits aber bei der Berechnung der Grenzwerte nicht berücksichtigt werden, was dazu führt, dass der Anteil des Aktionärs bis zum Handelsregistereintrag überproportional gross ist (dazu Ziff. II.B.2.2).

310 Von der Crone (1996), S. 42; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz N. 41 zu Art. 20 BEHG; Schleiffer (2006), S. 131.

311 Zur Meldepflicht der Gesellschaft selbst Ziff. II.A.2.2.

312 Iffland/Gilliard (2007), S. 373.

313 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.3. Eine Meldepflicht kann sich höchstens durch das Securities Lending ergeben, das Leerverkäufe zum Teil begleitet. Diese Meldepflicht trifft aber nicht den Leerverkäufer, sondern höchstens den Käufer der Aktien, dem die ausgeliehenen Aktien geliefert werden. Bisher hat die FINMA nicht angedeutet, dass sie von dieser Position abweichen und eine Meldepflicht für Leerverkäufe einführen will.

fern muss. Der Umstand, dass der Verkäufer die Aktien im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nicht besitzt, ist letztlich kein Grund, von der Meldepflicht Abstand zu nehmen, da die Meldepflicht wie in Ziff. II.F.1 dargestellt immer schon durch den Abschluss eines Vertrages entsteht und nicht durch dessen spätere Erfüllung. Dieses Prinzip gilt auch bei Derivaten, da das Schreiben von Call-Optionen, d.h. der Abschluss von potestativ bedingten Verkaufsverträgen, als Veräusserungsposition unabhängig davon meldepflichtig ist, ob der Veräusserer im Zeitpunkt, in dem er die Call-Option schreibt, Aktien besitzt[314]. Gerade aufgrund der Meldepflicht derartiger Transaktionen ist es schwer verständlich, weshalb ein Leerverkauf nicht ebenfalls meldepflichtig sein soll. Der Ausschluss von Leerverkäufen von der Meldepflicht führt im Übrigen dazu, dass der Verkäufer auch im Zeitpunkt, in dem er Aktien erwirbt, um den Leerverkauf einzudecken, keine Meldung machen muss: Im Zeitpunkt, in dem der Verkäufer die Aktien kauft, wird – bei einer entsprechenden Überschreitung der für die Meldepflicht relevanten Grenzwerte – nicht nur der Kauf meldepflichtig, sondern auch der bereits vorher erfolgte Leerverkauf, da es sich nach der Eindeckung der Position nicht mehr um einen Leerverkauf, sondern um einen normalen Verkauf handelt. Da beide Transaktionen gleichzeitig meldepflichtig werden, liegt aber ein Intraday-Geschäft vor, das gemäss Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA nicht meldepflichtig ist[315], sodass am Ende beim Leerverkauf mit späterer Eindeckung und Auslieferung überhaupt nie eine Meldung erfolgt. Im Gegensatz zum Verkäufer wird der Käufer beim Leerverkauf immer meldepflichtig. Erfolgt der Leerverkauf ohne dass der Käufer den Charakter der Transaktion bemerkt, da ihm der Verkäufer Aktien liefert, die er im Securities Lending beschafft hat[316], so muss er den Kauf als normale Aktienposition melden. Das Gleiche gilt auch, wenn Käufer und Verkäufer ein Termingeschäft vereinbaren, bei dem die Aktien erst nach Ablauf einer bestimmten Zeit geliefert werden müssen, da nicht der Zeitpunkt der Erfüllung, sondern allein der Zeitpunkt, in dem der betreffende Kaufvertrag abgeschlossen wird, für die Meldung massgebend ist[317] und es für die Meldung des Käufers irrelevant ist, ob der Verkäufer im Zeitpunkt des Verkaufs tatsächlich Aktien besitzt[318].

2. Derivate

Derivate sind vertraglich geregelte Terminkontrakte, bei denen die Leistungen der Vertragsparteien von der Entwicklung einer oder mehrerer zugrunde lie-

---

314 Im Einzelnen II.C.2.1.2.

315 Dazu im Einzelnen Ziff. II.G.1.

316 Unabhängig davon, ob der betreffende Verkäufer im Rahmen des Securities Lending die Stimmrechte an den erworbenen Aktien erwirbt (zur Behandlung des Securities Lending Ziff. II.D.4.4 hinten), wird er bezüglich der Securities-Lending-Transaktion nicht meldepflichtig, da er die ausgeliehenen Aktien sofort an den Käufer des Leerverkaufs weiterliefert und damit bezüglich dieser Aktien ein Intraday-Geschäft vorliegt, das gemäss Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA nicht meldepflichtig ist.

317 Dazu Ziff. II.F.1.

318 Damit führt der Terminverkauf letztlich dazu, dass eine Position von Aktien gemeldet wird, die nirgends existiert und der auch keine entsprechende Veräusserungsposition bei einem Verkäufer gegenübersteht.

gender Variablen abhängen[319]. Der Begriff des Derivats umfasst eine Vielzahl von sehr unterschiedlichen Vertragsverhältnissen, wie insbesondere Termingeschäfte, bedingte Termingeschäfte, Swaps, Optionen, Differenzgeschäfte sowie kombinierte Produkte, die sich aus einem derartigen Finanzinstrument und einer Festgeldanlage zusammensetzen. Eines der Charakteristika des Derivatmarktes ist, dass entsprechend den Bedürfnissen der Marktteilnehmer immer wieder neue Produkte und Produktvarianten entwickelt werden, was dazu führt, dass der Derivatmarkt sowohl bezüglich der verfügbaren Produkte wie auch bezüglich der Marktteilnehmer und des Einsatzes dieser Produkte für bestimmte Transaktionen dauernd im Fluss ist[320].

Für das Melderecht ist vor allem die Unterscheidung in Derivate mit Realerfüllung und Derivate ohne Realerfüllung entscheidend. Derivate mit Realerfüllung sind Verträge, bei denen die eine Partei verpflichtet oder berechtigt ist, bestimmte Aktien zu liefern oder zu kaufen, wobei diese Verpflichtung allerdings – je nach konkreter Ausgestaltung des Derivats – verschiedenen Bedingungen unterworfen sein kann. Derivate ohne Realerfüllung sind dagegen Vereinbarungen, bei denen keine Lieferung von Aktien vorgesehen ist, sondern nur Ausgleichszahlungen zwischen den Parteien, die von der Kursentwicklung bestimmter Aktien abhängen. Während Derivate mit Realerfüllung letztlich immer in irgendeiner Weise bedingte oder zeitlich aufgeschobene Kaufverträge darstellen, sind Derivate ohne Realerfüllung reine Finanz- bzw. Differenzgeschäfte, die ohne jede kaufrechtliche Komponente nur Ausgleichszahlungen vorsehen.

Derivate wurden in den letzten Jahren zum Teil zur Vorbereitung von Übernahmen bzw. zum Erwerb grösserer Beteiligungen an kotierten Gesellschaften eingesetzt[321]. Dies hat dazu geführt, dass Derivate auch im Mittelpunkt der per 1. Dezember 2007 in Kraft getretenen Revision des Melderechts standen und dass das Parlament mit Art. 20 Abs. 2bis BEHG eine spezielle Norm geschaffen hat, die es auch erlaubt, Derivate, die keine Realerfüllung vorsehen, sondern nur von der Kursentwicklung der Basistitel abhängige Barzahlungen, unter bestimmten Voraussetzungen in die Meldepflicht einzubeziehen, falls diese Derivate im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot erworben werden[322].

---

319 Boemle/Gsell/Jetzer/Nyffeler/Thalmann (2002), S. 304; Contratto (2006), S. 8ff..

320 Einen Einblick in diese stete Entwicklung gibt die Swiss Derivative Map, www.svsp-verband.ch/home/swissderivativemap.

321 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (Sachverhaltsdarstellung L). Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3; Iffland/Gilliard (2007), S. 366 f.

322 Vgl. EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 1.1.2.

2.1 Derivate mit Realerfüllung

2.1.1 Derivate ohne Potestativbedingungen

Sieht ein Derivat eine Realerfüllung vor und ist die Lieferung von Aktien entweder unbedingt vorgesehen oder an Bedingungen geknüpft, die nicht von einer Entscheidung bzw. einer Willensäusserung einer der Parteien abhängen[323], so liegt ein bedingter Kaufvertrag bzw. ein Kaufvertrag mit aufgeschobenem Vollzugsdatum vor. Derartige Transaktionen werden melderechtlich nicht als Derivate erfasst, sondern werden als Kauf bzw. Verkauf von Aktien qualifiziert. Dies führt dazu, dass in derartigen Fällen nicht im Rahmen der Erwerbs- oder Veräusserungsposition Finanzinstrumente gemeldet werden, sondern die meldepflichtige Aktienposition des Verkäufers unmittelbar bei Abschluss der betreffenden Vereinbarung verringert wird, während die Aktienposition des Käufers sich in diesem Zeitpunkt entsprechend erhöht. Diese Behandlung ist letztlich aber nicht sachgerecht, da auf diese Weise die Stimmrechtsverhältnisse nicht richtig dargestellt werden. Wie hinten in Ziff. II dargestellt wäre es richtig, alle Transaktionen in Aktien, die nicht sofort, d.h. in der für Spot-Transaktionen gemäss Börsenusanz üblichen Zeit, abgewickelt werden, nicht über die Aktienposition zu buchen, sondern im Rahmen der Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition als Derivate auszuweisen[324].

2.1.2 Erwerbs- und Verkaufsrechte mit Realerfüllung (Optionen und Wandelrechte)

Gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG unterstehen nicht nur Aktien der Meldepflicht, sondern auch Erwerbs- und Veräusserungsrechte für Aktien, wie wenn die entsprechende Anzahl Aktien, auf die sich diese Rechte beziehen, erworben worden wäre[325]. In diesem Sinne werden sämtliche Derivate erfasst, die als potestativ bedingte Kaufverträge auf Aktien charakterisiert werden können[326]. Grund für die Erfassung derartiger Derivate ist, dass auch mit einem potestativ bedingten Vertrag eine Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung betreffend Aktien entsteht und dass sich auf diese Weise mindestens potentiell die Stimmrechtsverhältnisse verschieben. Einzelne Übernahmen haben gezeigt, dass der Er-

---

323 Ist die Realerfüllung einer Potestativbedingung unterworfen, so liegt ein Erwerbs- bzw. Verkaufsrecht vor, das gemäss Ziff. II.C.2.1.2 hinten behandelt wird.

324 Vgl. Iffland/Gilliard (2007), S. 366.

325 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 66 zu Art. 20 BEHG; Lüchinger (2004), S. 235; Mettier (1999), S. 147 f.; EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.4. Bis zum 1. Juli 2007 existierte eine Freigrenze von 5%, innerhalb welcher Optionstransaktionen nicht gemeldet wurden, was es einem Aktionär erlaubte, eine Position von knapp 10% aufzubauen, ohne eine Meldung zu machen, indem er knapp unter 5% Aktien und knapp unter 5% zusätzliche Call-Optionen erwarb. Zu dieser Regelung und ihren Problemen Weber, BSK, N. 44 f. Zu Art. 20 BEHG; vgl. Votum Meier-Schatz, Amtl. Bull. 2007, N. 101, welche die Schliessung dieser Lücke als vordringliches Anliegen der Gesetzesrevision per 1.12.2007 betrachtete; Iffland/Gilliard (2007), S. 366 f.

326 Kaufverträge, welche einer Bedingung unterworfen sind, die ausserhalb des Einflussbereichs der Parteien liegt, werden dagegen als direkte Verkäufe behandelt (vgl. Ziff. II.C.2.1.1 oben), was dazu führt, dass nicht Derivate gemeldet werden, sondern die meldepflichtige Aktienposition des Verkäufers unmittelbar beim Abschluss des betreffenden Vertrages verringert wird, während die meldepflichtige Position des Käufers sich in diesem Zeitpunkt entsprechend erhöht. Vgl. zur Kritik an der inkonsistenten Behandlung von Derivaten und bedingten Verträgen Ziff. II.F.2.

werb von Optionen der betreffenden Person tatsächlich die Möglichkeit geben kann, im Hinblick auf eine Übernahme sehr schnell eine starke Position zu erwerben, weshalb eine Meldepflicht im Sinne der Vorwarnungsfunktion der Meldepflicht sinnvoll ist[327].

Art. 15 Abs. 1 lit. a und b BEHV-FINMA unterstellt im Einzelnen folgende Transaktionen der Meldepflicht:

– den Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen);

– das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen).

Damit wird letztlich jede Transaktion in Derivaten, die dem Berechtigten ein Recht zum Erwerb oder zum Verkauf von Aktien geben, von der Meldepflicht erfasst[328]. Diese besteht unabhängig davon, ob die betreffenden Derivate börslich oder ausserbörslich gehandelt werden bzw. überhaupt handelbar sind, da für die Meldepflicht allein die Möglichkeit, durch diese Derivate Aktien zu erwerben bzw. zu veräussern, relevant ist[329]. Da sich die Meldepflicht auf Stimmrechte bezieht, werden allerdings nur Erwerbs- und Verkaufsrechte erfasst, die sich auf Aktien beziehen, die Stimmrechte vermitteln können; Optionen, die sich auf Partizipationsscheine oder reine Schuldtitel beziehen, sind dagegen nicht meldepflichtig.

Obwohl auch Bezugsrechte, die eine Gesellschaft ihren Aktionären gemäss Art. 652b Abs. 1 OR gewährt, Rechte zum Erwerb von Aktien darstellen, müssen die Aktionäre, die von der Gesellschaft direkt zugeteilten Bezugsrechte nicht in ihrer Erwerbsposition melden; ebenso wenig muss die Gesellschaft die Ausgabe solcher Bezugsrechte im Rahmen der Veräusserungsposition im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA melden[330]. Diese Ausnahme von der Meldepflicht ist gerechtfertigt, da die Ausgabe von Bezugsrechten einerseits nur die gesetzlich vorgesehene Folge einer Kapitalerhöhung darstellt, andererseits aber auch an den Beteiligungsquoten der Aktionäre nichts ändert, da diese eine proportionale Zuteilung der Bezugsrechte erhalten. Erwirbt dagegen eine Drittperson Bezugsrechte, so muss sie diese wie jedes andere Erwerbsrecht im Rahmen ihrer Erwerbsposition melden[331].

---

327 Vgl. Votum Schneider, Amtl. Bull. 2007, N 299; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 9 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 150.

328 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.4.

329 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 11 zu Art. 20 BEHG.

330 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 2.

331 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 2.

Nachdem mit der Revision des Börsengesetzes per 1. Dezember 2007 durch die neue Formulierung von Art. 20 Abs. 1 BEHG das Schreiben von Call-Optionen und der Erwerb von Put-Optionen der Meldepflicht unterstellt worden sind, sind nun auch negative Aktienpositionen meldepflichtig, die dadurch entstehen, dass ein Marktteilnehmer durch das Schreiben ungedeckter Call-Optionen bzw. den Kauf von Put-Optionen die Verpflichtung bzw. das Recht hat, Aktien zu verkaufen. Die Meldung derartiger negativer Aktienpositionen hat zwar mit dem Zweck der Meldepflicht, Transparenz bezüglich der Beherrschungsverhältnisse zu schaffen, nichts zu tun, da derartige negative Positionen die Stimmrechtsverhältnisse nicht direkt beeinflussen können. Diese Meldungen können aber für die Aktionäre der betroffenen Gesellschaft doch von grossem Interesse sein, da der Aufbau von negativen Positionen zeigt, dass ein Marktteilnehmer in grossem Stil auf einen Kursrückgang spekuliert. Meldet eine meldepflichtige Person, die bereits einen grossen Bestand an Aktien oder Erwerbsrechten gemeldet hat, gleichzeitig eine derartige Veräusserungsposition, so relativiert diese natürlich die Bedeutung der Erwerbsposition, was für die übrigen Anleger ebenfalls eine wertvolle Information sein kann[332].

2.2 Derivate ohne Realerfüllung

2.2.1 Die gesetzliche Grundlage

Bei der Revision des Melderechts fügte das Parlament bei Art. 20 BEHG einen zusätzlichen Abs. 2bis ein, der per 1.Dezember 2007 in Kraft trat:

> "Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben."

Bei der Revision von Art. 20 BEHG ging das Parlament davon aus, dass die bisher in Art. 20 Abs. 1 und Abs. 2 BEHG erwähnten Erwerbs- oder Veräusserungsrechte nur Derivate erfassen, die eine Realerfüllung vorsehen, d.h. tatsächlich den Kauf bzw. den Erwerb von Aktien ermöglichen und potestativ bedingte Kaufverträge darstellen, die bei Abgabe der entsprechenden Ausübungserklärung zur Verschiebung von Stimmrechten führen[333]. Da 2006 sowie 2007 einige Anbieter öffentliche Übernahmen dadurch vorbereitet haben, dass sie Derivate ohne Realerfüllung erworben haben[334], wollte das Parlament auch Derivate erfassen, die zwar keine Realerfüllung vorsehen, d.h. kein Recht auf Lieferung der unterliegenden Aktien beinhalten, aber in wirtschaftlicher Hin-

---

332 Diese Situation tritt insbesondere dann ein, wenn eine Bank einen grösseren Bestand an Aktien meldet, diesen aber nur hält, um Call-Optionen abzudecken, die sie geschrieben hat; die Offenlegung der von der Bank geschriebenen Call-Optionen zeigt dem Publikum, dass die betreffende Bank trotz der Bestandesmeldung keine strategischen Absichten bezüglich der betroffenen Gesellschaft hat, sondern durch das Schreiben von Call-Optionen einen Ertrag erwirtschaftet.

333 Vgl. Votum Germann, Amtl. Bull. 2007, S. 405, der ausdrücklich festhielt, dass es sich bei Optionen um Anrechte für den Erwerb von Aktien handelt.

334 Vgl. Votum Schneider-Ammann, Amtl. Bull. 2007, N 104 f., der Initiant von Art. 20 Abs. 2bis BEHG war.

sicht den Erwerb von Aktien ermöglichen[335]. Weil das Parlament aber keine allgemeine Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung einführen, sondern nur Übernahmesituationen regeln wollte, beschränkte es die Meldepflicht in Art. 20 Abs. 2bis BEHG auf Derivate ohne Realerfüllung, die den Erwerb von Aktien im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot ermöglichen. Damit definiert das Parlament eine klare Grenze für die Meldung von Derivaten ohne Realerfüllung: Diese sollten nur dann der Meldepflicht unterliegen, wenn die spezifischen, in Art. 20 Abs. 2bis BEHG genannten Voraussetzungen erfüllt sind. Dies brachte in der parlamentarischen Beratung Nationalrat Schneider-Ammann, der Initiant von Art. 20 Abs. 2bis BEHG war, sehr klar zum Ausdruck[336]:

> 'Der beantragte Regelungssatz zählt nun diese indirekten Beteiligungen, welche bei einem Dritten parkiert sein können, rein rechnerisch dem eigentlichen Akteur zu. Die vorgeschlagene Zurechnung findet nur im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot ihre Anwendung, eine Einschränkung ist also nur im Zusammenhang mit einer Übernahme gegeben. Die Norm ist bezüglich Tatbestand vom Regelungszweck her klar gefasst, aber dennoch genügend offen gestaltet, um auch zukünftige Neuschöpfungen der Finanzfachleute zu erfassen. [...] Die Regelung führt im Umfeld einer Übernahme, wo Informationen bezüglich des Aktionariates besonders wichtig sind, zusammen mit anderen Offenlegungsregeln zur nötigen grossen Transparenz. [...] Der Regelungsadressat ist ausschliesslich der Übernahmeinteressent respektive der Anbieter. Mithin besteht kein Sanktionsrisiko für andere professionelle Marktteilnehmer. Die Regelung ist zielführend und dennoch moderat."

Das Parlament folgte mit dieser Eingrenzung der Meldepflicht von Derivaten ohne Realerfüllung dem in Art. 1 BEHG festgelegten Transparenzzweck des Gesetzes: Mit der Beschränkung der Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung auf Übernahmesituationen und auf Derivate, die in wirtschaftlicher Sicht den Erwerb von Aktien ermöglichen, wollte das Parlament sicherstellen, dass ein Investor eine Meldung machen muss, wenn er derartige Derivate verwendet, um im Hinblick auf eine Übernahme eine Position aufzubauen. Anderseits wollte das Parlament aber auch vermeiden, dass durch die Meldung aller Derivate ohne Realerfüllung falsche Signale an den Markt ge-

---

335 Votum Schwander, Amtl. Bull. 2007, N 104, der festhielt, dass mit Art. 20 Abs. 2bis BEHG nun neu auch noch Erwerbs- und Veräusserungsrechte ohne Rechtsanspruch auf Übertragung von Aktien erfasst werden. Den Äusserungen der Parlamentarier und vor allem auch von Herrn Schneider-Ammann als Initiant der neuen Regelung kommt grosse Bedeutung zu, da diese neue Regelung nicht vom Bundesrat vorgeschlagen worden ist und deshalb keine Botschaft existiert, sondern im Rahmen der parlamentarischen Beratung des FINMAG von Herrn Schneider-Ammann vorgeschlagen wurde.

336 Amtl. Bull. 2007, N 105, Diese Beschränkung der Meldepflicht ermöglichte wohl auch eine Mehrheit in der parlamentarischen Beratung zu erreichen, da sich verschiedene Parlamentarier gegen eine Überregulierung wandten.

langen[337]. Werden nämlich alle Derivate gemeldet, die keine Realerfüllung vorsehen und deshalb keinen Bezug zu den Stimmrechts- und Besitzverhältnissen einer Gesellschaft haben, so bilden diese Meldungen auch nicht mehr die Beherrschungsverhältnisse ab, womit die Meldepflicht ihrem eigentlichen Zweck nicht mehr gerecht wird, was das Parlament offensichtlich vermeiden wollte.

Die Regelung, welche vom Parlament vorgesehen wurde, ist hinsichtlich des Zwecks der Meldepflicht, heimliche Übernahmen zu vermeiden, effizient. Baut nämlich eine Person, die ein Übernahmeangebot plant bzw. später durchführt, eine kontrollierende Position dadurch auf, dass sie Derivate ohne Realerfüllung erwirbt und diese benutzt, um später Aktien zu kaufen, so muss sie dies bereits beim Erwerb der betreffenden Derivate offen legen. Dies führt letztlich dazu, dass die Übernahmeabsicht publik wird und keine heimliche Vorbereitung mehr möglich ist[338]. Konsequenz ist, dass derartige Instrumente nicht mehr für die Vorbereitung von Übernahmen verwendet werden, da sie den Übernehmer dazu zwingen, seine Absicht frühzeitig offen zu legen, was dem Willen des Parlamentes entspricht. Wie hinten dargestellt, hat die von EBK bzw. FINMA eingeführte flächendeckende Offenlegungspflicht für Derivate ohne Realerfüllung keine derartige Signalwirkung mehr, da keine spezifische Offenlegung mehr erfolgen muss, wenn derartige Derivate im Hinblick auf eine Übernahme erworben werden; der entsprechende Erwerb geht in der allgemeinen Derivatmeldung gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA unter.

2.2.2 Die konkrete Regelung der Meldepflicht von Derivaten in der BEHV-FINMA

Die FINMA hat die Meldepflicht für Derivate auf der Basis von Art. 20 Abs. 5 BEHG in der BEHV-FINMA konkretisiert[339]. Diese Bestimmung erlaubt der Aufsichtsbehörde den Erlass von Bestimmungen über den Umfang der Meldepflicht, die Behandlung von Erwerbsrechten, die Berechnung der Stimmrechte sowie über die Fristen, in welchen der Meldepflicht nachgekommen werden muss. Diese Delegationsnorm wird von der FINMA aber äusserst weit interpretiert, da sie – wie unten dargestellt – die Meldepflicht bei Derivaten ohne Realerfüllung weit über den von Art. 20 BEHG gesteckten Rahmen hinaus ausgedehnt haben. Obwohl Art. 20 Abs. 5 BEHG vom "Umfang" der Meldepflicht spricht, lässt sich aus dieser Bestimmung keine Kompetenz zur Erweiterung der meldepflichtigen Tatbestände ableiten:

---

337 Vgl. FSA (2007), S. 22, wo die FSA aufzeigt, welche Probleme durch die Meldung von Differenzgeschäften, d.h. rein ökonomischen Interessen auftreten; vgl. EBK Erläuterungsbericht zum Entwurf der BEHV-FINMA, Juni 2008, S. 13, wo die EBK zur Meldung von Derivaten ohne Realerfüllung ausführte: "In der Praxis haben sich im Zusammenhang mit der untersten Meldeschwelle von 3% und namentlich der Meldepflicht von Cash-Settlement-Optionen indes eine Fülle von zum Teil äusserst voluminösen Meldungen ergeben, die wenig hilfreich sind und eher zur Desinformation als zu mehr Transparenz führen".

338 Die Strafe gemäss Art. 41 BEHG ist derart prohibitiv, dass es eine Partei, die später ein öffentliches Angebot macht, nicht wagen wird, derartige Instrumente ohne entsprechende Meldung zu verwenden.

339 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 2.

– Eine Erweiterung der meldepflichtigen Tatbestände über den gesetzlichen Rahmen hinaus widerspricht dem Prinzip der Gewaltentrennung: Wenn Pflichten der rechtsunterworfenen Personen durch den Gesetzgeber festgelegt werden, können diese von der vollziehenden Behörde nicht im Rahmen einer Verordnung erweitert werden[340]. Gerade im Bereich der Derivate ohne Realerfüllung wären sonst die oben dargestellten Überlegungen und Debatten des Parlamentes über die Grenze der Meldepflicht und die genaue Formulierung von Art. 20 Abs. 2[bis] BEHG gar nicht notwendig gewesen, wenn die FINMA unabhängig von den Entscheiden des Parlementes weitere bzw. alle Derivate einer Meldepflicht unterstellen könnten.

– Da Verletzungen der Meldepflicht gemäss Art. 41 BEHG drakonischen Strafen unterstellt sind[341], widerspricht die Ausdehnung der meldepflichtigen Tatbestände auch dem Grundsatz, dass eine Strafe eine gesetzliche Grundlage haben muss, da auf diese Weise der Umfang der strafrechtlich geahndeten Taten von der Vollzugsbehörde neu festgelegt bzw. stark erweitert würde[342].

2.2.2.1 Die Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA

Diese Bestimmung erfasst grundsätzlich jede vertragliche Vereinbarung, bei der Zahlungsströme von der Kursentwicklung von Aktien abhängig sind[343]. Dementsprechend werden insbesondere folgende Instrumente der Meldepflicht unterstellt:

– Differenzgeschäfte und Swaps

  Bei Differenzgeschäften und Swaps versprechen sich die Parteien gegenseitig Ausgleichszahlungen, die sich am Kurs einer Aktie[344] orientieren. Die eine Partei nimmt dabei die "Long-Position" ein und erhält Zahlungen, wenn der Kurs über den vereinbarten Referenzpreis steigt. Die Gegenpartei nimmt dagegen eine "Short-Position" ein und erhält Zahlungen, wenn der Kurs fällt. Derartige Instrumente werden in sehr vielen Variationen konstruiert: So werden zum Teil asymmetrische Zahlungsflüsse vorgesehen, d.h. die eine Partei muss, relativ betrachtet, bei Kursveränderungen einen höheren Betrag zahlen als die andere, oder es werden Barrieren definiert, über oder unter denen keine Zahlung mehr notwendig ist[345]. Diese Variationen ändern aber am Charakter des Finanzinstruments und an

---

340 Häfelin/Müller/Uhlmann (2006), N. 138; BGE 130 I 140, 149, 126 II 283.

341 Weber, BSK, N. 6a ff. zu Art. 41 BEHG.

342 Donatsch/Tag (2008), S. 29; BGE 124 IV 292; vgl. Hangartner, St. Galler Kommentar zu Art. 5, Rz 7; vgl. auch Hangartner/Kley, Rz 955-977.

343 EBK Erläuterungsbericht zum Entwurf BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 344.

344 bzw. eines Baskets bzw. Index.

345 Soweit diese Variationen dazu führen, dass das Risiko zwischen den Parteien ungleich verteilt wird, so wird normalerweise vorgesehen, dass die Partei, die von dieser Risikoverschiebung profitiert, die andere Partei durch Zahlung einer Prämie für die Risikoübernahme entschädigt.

der Meldepflicht nichts; letztlich ist immer eine Meldung über diejenige Zahl von Stimmrechten notwendig, auf die sich der durch die Kursbewegung ausgelöste Zahlungsstrom bezieht.

– Optionen, die keine Realerfüllung vorsehen

  Bei diesen "Cash-Exercise Options" handelt es sich um Instrumente, bei denen der Eigentümer eine Auszahlung erhält, wenn der Aktienkurs im Ausübungszeitpunkt einen gewissen Wert überschreitet (Call-Option), bzw. unterschreitet (Put-Option). Diese "Cash-Exercise Options" unterscheiden sich von den oben erwähnten Differenzgeschäften dadurch, dass die Abrechnung nicht beidseitig erfolgt, d.h. die Person, welche die Optionen schreibt, erhält keine Zahlung, wenn der Aktienkurs am Ausübungsdatum den Ausübungspreis unterschreitet (Call-Option) bzw. überschreitet (Put-Option). Dafür erhält die Person, welche diese Rechte schreibt, aber im Normalfall eine Prämie, die sie für das übernommene Risiko kompensiert.

– Absicherungsgeschäfte

  Im Finanzmarkt sind sehr viele Instrumente entwickelt worden, die es einer Partei erlauben, das Risiko, das sie bei Aktienpositionen trägt, auf eine andere Partei zu überwälzen. Die Parteien, welche ihr Risiko begrenzen wollen, können z.B. Vereinbarungen abschliessen, gemäss der sie von der Gegenpartei bestimmte Zahlungen erhalten, wenn der Kurs von Aktien einen gewissen Grenzwert unterschreitet[346]. Bei allen diesen Fällen, in denen das finanzielle Risiko übertragen wird und die eine Partei der anderen einen entsprechenden Ausgleich zahlt, liegt ein Derivat vor, das aufgrund der weiten Definition von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA meldepflichtig ist[347]; die Partei, welche das Risiko fallender Kurse übernimmt, hat dabei eine Erwerbsposition. Die Partei, welche sich absichert, eine Veräusserungsposition.

– Kombinationsprodukte mit Geldmarktanlagen

  Häufig werden Differenzgeschäfte oder Optionen mit Barabgeltung mit einer Geldmarktanlage verbunden. Diese Instrumente werden in der Anlagepraxis häufig als "Zertifikate" bezeichnet und weisen in ihrer konkreten Ausgestaltung sehr unterschiedliche Charakteristika auf, die jeweils auf die Bedürfnisse und Wünsche der Anleger in einer bestimmten Marktphase abgestimmt sind. Bei all diesen Instrumenten stellt der Anleger dem Emittenten einen Betrag zur Verfügung. Der ausbezahlte Zins oder der Kapitalbetrag, den der Emittent zurückbezahlt, hängt dabei von der Entwicklung bestimmter Aktienkurse ab. Derartige Kombinationsprodukte können z.B. vorsehen, dass der Anleger, der eine Long Position einnehmen will, dem Emittenten einen Betrag zur Verfügung stellt, dessen Verzin-

---

346 Die Partei, die das Risiko übernimmt, erhält typischerweise für die Risikoübernahme eine gewisse Prämie.

347 Meistens handelt es sich um Differenzgeschäfte, Swaps oder Cash Exercise Optionen bzw. Kombinationen derartiger Elemente.

sung ansteigt, falls sich der Kurs einer bestimmten Aktie oder eines Baskets positiv entwickelt[348]. Andere Zertifikate sehen dagegen vor, dass der Anleger einen hohen Festzins erhält, dafür aber nur ein Teil der einbezahlten Summe zurück erstattet wird, wenn der Aktienkurs einer bestimmten Aktie einen Grenzwert unterschreitet. Bei diesen Produkten muss die Geldmarktanlage vom Finanzinstrument analytisch separiert und das Finanzinstrument dann gemeldet werden[349], wobei massgebend ist, auf welche Zahl von Titeln sich das betreffende Finanzinstrument bezieht.

Soweit sich ein Finanzinstrument auf mehrere Titel bezieht[350], ändert dies an der Meldepflicht nichts. Entsprechend der sehr breiten Formulierung von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA ist auch hier eine Meldung notwendig[351], die sich allerdings nur auf den Anteil des betreffenden Titels im "Basket" bezieht.

2.2.2.2 Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA

Diese Bestimmung entspricht inhaltlich Art. 20 Abs. 2[bis] BEHG. Es ist aber unklar welchen Anwendungsbereich diese Bestimmung neben dem sehr breit formulierten Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA noch haben könnte[352], da Art. 15Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA alle Finanzinstrumente, die von Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA erfasst werden könnten, bereits erfasst.

Wird Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA unabhängig von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA betrachtet, so würde diese Bestimmung Finanzinstrumente erfassen, die kumulativ die folgenden Bedingungen erfüllen:

– Finanzinstrumente ohne Realerfüllung

  Da sämtliche Derivate, die eine Realerfüllung vorsehen, von Art. 20 Abs. 1 BEHG erfasst werden, bezieht sich diese Bestimmung auf alle Finanzinstrumente, die nur Ausgleichszahlungen vorsehen[353]. Dementsprechend können grundsätzlich sämtliche oben bei Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA erwähnten Finanzinstrumente ohne Realerfüllung von dieser Bestimmung erfasst werden.

---

348 Für Anleger, die Short Position einnehmen wollen, kann vorgesehen werden, dass der Zins bei fallenden Kursen steigt.

349 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.6; vgl. zu den praktischen Schwierigkeiten von Auftrennung und Meldung komplexer Finanzinstrumente Iffland/Gilliard (2007), S. 371 f.

350 Z.B. "Basket-Zertifikate".

351 EBK Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4.

352 Die EBK gibt im Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Ziff. 3.4 kein Beispiel eines Finanzinstrumentes an, das noch von dieser Bestimmung erfasst werden könnte.

353 Votum, NR Schneider, AB Nr. 2007, S. 105.

– Eignung zum Erwerb von Aktien

Finanzinstrumente ohne Realerfüllung unterstehen allerdings nur dann der Meldepflicht, wenn es trotz dem grundsätzlichen Verzicht auf Realerfüllung in wirtschaftlicher Hinsicht den Erwerb von Aktien ermöglichen, weil bei den betreffenden Finanzinstrumenten die Usanz oder ein individuelles Gentlemen Agreement besteht, dass der Berechtigte Aktien anstelle einer Barauszahlung erhält bzw. verlangen kann. Usanz bzw. Gentlemen Agreement müssen aber so gefestigt sein, dass die Parteien auch tatsächlich mit dem Übergang der Aktien rechnen können. Es muss daher wesentlich über die blosse Möglichkeit zum Erwerb von Aktien, die jede Partei am Markt hat, hinausgehen.

Aufgrund dieser Grundsätze kommt es bei Differenzgeschäften, Swaps oder Optionen mit Barabgeltung zur Meldepflicht, wenn der Emittent der betreffenden Instrumente seine eigene Position durch den Erwerb von Aktien absichert und die gefestigte Usanz oder ein Gentlemen Agreement besteht, das die Gegenpartei bei der Beendigung der betreffenden Vereinbarung anstelle einer Barauszahlung diese Aktien erwerben kann. Keine Meldepflicht tritt dagegen ein, wenn der betreffende Emittent bei der Beendigung des Finanzinstrumentes völlig frei ist, wie er Aktien, die er allenfalls zu seiner eigenen Absicherung gekauft hat, verwenden will und diese ohne Verpflichtung gegenüber dem Inhaber des Finanzinstrumentes am Markt verkaufen kann. In diesem Fall hat die an den betreffenden Finanzinstrumenten berechtigte Person keine bessere Möglichkeit als alle anderen Marktteilnehmer, die betreffenden Aktien zu kaufen. Der Umstand allein, dass dem Berechtigten bekannt ist, dass die zur Deckung gekauften Aktien bei Beendigung des Finanzinstrumentes allenfalls für den Verkauf frei werden, genügt ohne entsprechende Usanz bzw. ohne Gentlemen Agreement, das ihm eine gefestigte Anwartschaft zum Erwerb von Aktien gibt, nicht, um eine Meldepflicht zu begründen, da eine völlig ungesicherte Möglichkeit zum Erwerb gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHV-FINMA nicht zur Meldung verpflichten kann[354].

– Bezug zu einem öffentlichen Angebot der meldepflichtigen Person

Wie oben gezeigt, ergibt sich aus der Entstehungsgeschichte von Art. 20 Abs. 2bis BEHG, dass sich die Meldepflicht nur auf Marktteilnehmer beschränkt, die derartige Finanzinstrumente im Hinblick auf ein eigenes Angebot erwerben bzw. in Absprache mit einer Person handeln, die ein Angebot durchführt[355]. Personen, die kein Angebot machen, unterstehen dagegen der Meldepflicht nicht[356]. Da die Absicht, ein Angebot durchzuführen, allerdings eine interne Tatsache ist, welche nicht direkt nachgewiesen werden kann, ist m.E. diese Absicht zu vermuten, wenn die betreffende Partei im Zusammenhang mit dem Erwerb der betreffenden Fi-

---

354 Vgl. Böckli (1998), S. 235 f., Eine Absichtserklärung, die in der Praxis trotz Unverbindlichkeit der Abrede mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu einer Übertragung von Aktien führt, löst gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHV-FINMA keine Meldepflicht aus,. Daher kann die blosse Kenntnis, dass jemand Aktien hat und diese allenfalls verkaufen wird ebenfalls keine Meldepflicht auslösen.

355 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 4 f., vgl. EBK-JB 2007, S. 26.

356 Votum/Schneider-Ammann, Amtl. Bull., 2007, N 105.

nanzinstrumente später ein öffentliches Übernahmeangebot macht. Dieser Zusammenhang ist immer dann gegeben, wenn der Anbieter im Zeitpunkt, in dem er das Angebot macht, die aufgrund dieser Finanzinstrumente erworbenen Aktien noch hält, oder das Angebot sogar noch während der Laufzeit der betreffenden Finanzinstrumente macht. Die Meldepflicht existiert in diesen Fällen unabhängig von der in Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA vorgesehenen Vermutung. Diese Vermutung hat letztlich keine selbständige Bedeutung, da sie immer dann widerlegt wird, wenn die betreffende Partei später kein öffentliches Angebot macht, d.h. Parteien, deren Bestände an Aktienstimmen die Grenze von 15% übersteigen, müssen auch dann keine Meldung machen, wenn sie später weder ein Angebot machen noch in Absprache mit einer Person handeln, die ein derartiges Angebot macht[357]. Diese Vermutung ist aber auch für Personen bedeutungslos, welche beim Erwerb der betreffenden Finanzinstrumente die 15%-Grenze nicht erreichen, aber eine Übernahme beabsichtigt, da sie in diesem Falle unabhängig von der Vermutung den Tatbestand der Meldepflicht erfüllen[358].

Diese eingeschränkte Auslegung von Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA entspricht dem oben dargestellten Willen des Gesetzgebers, da dieser nur Personen einer Meldepflicht für Finanzinstrumente ohne Realerfüllung unterwerfen wollte, die diese Instrumente zur heimlichen Vorbereitung eines öffentlichen Angebotes benutzen.

2.2.2.3 Meldepflicht von Derivaten als indirekter Aktienbesitz

Die FINMA geht in ihrer Praxis davon aus, dass Derivate, die keine Realerfüllung vorsehen, wie z.B. Cash Exercise Call Options oder Contracts for Difference, grundsätzlich als indirektes Halten der Titel qualifiziert werden müssen, auf welche sich die betreffenden Derivate in wirtschaftlicher Hinsicht beziehen[359]. Diese Praxis, die auf die Zeit vor der Einführung der BEHV-FINMA zurückgeht, will die FINMA offenbar auch nach Einführung dieser Verordnung beibehalten, um damit Transaktionen zu erfassen, die nicht schon von Art. 15 BEHV-FINMA erfasst werden[360]. Dies wird von der FINMA im Wesentlichen damit begründet, dass derartige Derivate von der Gegenpartei des Erwerbers immer mit Aktien abgesichert werden und dass die betreffende Gegenpartei normalerweise bereit sei, diese Absicherungspositionen bei Ablauf des Deri-

---

357 Unklar ist die Position der FINMA. Im Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.6 deutet die EBK an, dass die 15% Vermutung unwiderlegbar ist. Die Einführung einer derartigen unwiderlegbaren Vermutung würde aber der gesetzlichen Grundlage widersprechen, da – wie vorne nachgewiesen – Personen, die kein Angebot machen, von vornherein gar nie Art. 20 Abs. 2^{bis} unterstehen können.

358 Wenn diese später ein Angebot machen und der oben dargestellte enge Zusammenhang mit dem Angebot zwischen Derivaterwerb und Angebot gegeben ist, setzen sie sich dementsprechend einer Strafe gemäss Art. 41 BEHG aus.

359 Dies kommt insbesondere in Art. 13 Abs. 1^{bis} der BEHV-EBK zum Ausdruck, wo die EBK feststellt, dass die Meldepflicht für Kauf- und Verkaufsoptionen unabhängig davon gilt, ob die betreffenden Finanzinstrumente eine Realerfüllung vorsehen bzw. zulassen; vgl. auch Verfügung vom 12. Dezember 2007 der EBK i.S. Laxey, E.37 ff.

360 EBK, Erläuterungsbericht BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4.

vates dem Erwerber zu verkaufen[361]. Diese Ausdehnung des Begriffs des indirekten Haltens auf sämtliche Derivate ohne Realerfüllung ist m.E. unrichtig[362]:

- Die Annahme, dass derartige Derivate immer vollständig durch Aktienpositionen gesichert werden, ist unrichtig; der aus dem Derivat verpflichteten Partei steht es völlig frei, das Derivat nicht abzusichern, sondern im Sinne einer Short Position auf den Rückgang der Aktienkurse zu spekulieren. Meist werden die entsprechenden Positionen auch nicht statisch im Verhältnis 1:1; durch Aktien abgesichert, sondern durch ein dynamisches Hedging, sodass sich die Aktienposition, welche der Emittent hält, dauernd ändert. Zum Teil sichern sich Emittenten aber auch selber wieder durch Derivate ab.

- Auch die Annahme, dass die verpflichtete Partei immer bereit ist, die zur Absicherung der eigenen Position gehaltenen Aktien zu verkaufen, ist unrichtig; Derivate ohne Realerfüllung werden gerade dann geschrieben, wenn die vom Derivat belastete Partei keine Aktien verkaufen will. In diesem Sinne werden Derivate ohne Realerfüllung eingesetzt, wenn eine Partei durch das Schreiben von Derivaten eine bestehende Aktienposition bewirtschaftet[363], die betreffende Position aber aus strategischen Gründen behalten will. Damit liegt selbst dann kein indirektes Halten für eine Drittpartei vor, wenn eine Option zu 100% statisch durch Aktienbesitz abgesichert ist.

- Selbst wenn die Gegenpartei bei einem Derivat ihre Position durch 100% Aktien abgesichert und diese Absicherung nur für den Zweck des Derivates gehalten hat, existiert kein Zwang, diese Aktien der aus dem Derivat berechtigten Person zu verkaufen. Die EBK argumentiert in diesen Fällen damit, dass die Marktmechanismen zu einem Verkauf an die aus dem Derivat berechtigte Person führen[364]. Diese Argumentation ist nicht stichhaltig. Mit dem Freiwerden der zur Deckung angeschafften Aktien entsteht bloss eine Möglichkeit des Verkaufs bzw. Kaufs. Diese Möglichkeit kann aber grundsätzlich von jedem Marktteilnehmer wahrgenommen werden – genau gleich wie wenn bekannt wird, dass ein Marktteilnehmer aus anderen Gründen, wie z.B. dem Ablauf einer Lock-up-Vereinbarung, der Auflösung eines Syndikats oder einer Erbengemeinschaft, zum Verkauf einer Aktienposition bereit ist[365]. Die Annahme eines indirekten Haltens allein aufgrund

---

361 Vgl. Verfügung vom 12. Dezember 2007 der EBK i.S. Laxey, E.45 ff.

362 Iffland (2007), S. 22; vgl. zu den Problemen dieser Argumentation Iffland/Gilliard (2007), S. 367.

363 Der betreffende Aktionär kann beim Schreiben von Optionen den Zeitwert der Optionen realisieren und damit ein zusätzliches Einkommen erzeugen. Zum Teil werden Derivate ohne Realerfüllung aber auch deshalb geschrieben, weil die aus dem Derivat verpflichtete Partei im Zeitpunkt der Ausübung bzw. des Ablaufs des Derivats keine Aktien beschaffen muss und damit den Aktienkurs nicht durch die Deckungstransaktion zum eigenen Nachteil hochtreibt. Gerade darin liegt für den Emittenten ein grosser Vorteil gegenüber Derivaten mit Realerfüllung.

364 Verfügung der EBK vom 12. Dezember 2007 (E.43); vgl. Iffland/Gilliard (2007), S. 367.

365 Eine von der englischen Financial Services Authority in Auftrag gegebene Studie der PricewaterhouseCoopers (FSA, Consultation Paper 07/20, Disclosure of Contracts for Difference, Consultation and Draft Handbook Text, November 2007, S. 42 und Annex 4) kam daher bei einer Untersuchung des Handelsverhaltens bei Contracts for Difference auch zum Schluss, dass die betreffenden Positionen nur „occasionally" an die aus dem Derivat berechtigten Personen verkauft werden.

von Marktmechanismen, d.h. ohne jegliche Abstimmung oder Willenseinigung zwischen der wirtschaftlich berechtigten Person und dem Eigentümer der betreffenden Aktien, ist aber auch aus rechtlichen Gründen unzulässig, da eine derart schwache und nicht gefestigte Beziehung nicht ausreichen kann, um eine wirtschaftliche Berechtigung im Sinne von Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA zu begründen; gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHV-FINMA entsteht die Meldepflicht erst, wenn der Erwerber von Aktien einen rechtlich durchsetzbaren Anspruch auf Auslieferung von Aktien hat[366] – dieser ist bei den erwähnten Marktmechanismen aber gerade nicht gegeben.

– Die Qualifikation von Derivaten ohne Realerfüllung als indirektes Halten von Aktien entspricht nicht dem Grundkonzept des indirekten Haltens. Nach herrschender Lehre und bisheriger Praxis von EBK und Offenlegungsstelle SWX wird ein indirektes Halten nur angenommen, wenn die betreffende Person über die Ausübung der Stimmrechte bestimmen kann.[367] Bei Derivaten ohne Realerfüllung ist gerade dieser Umstand nicht gegeben, da die aus dem Derivat berechtigte Partei keinerlei Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte an den Aktien hat, welche die verpflichtete Partei allenfalls hält.

2.2.3 Kritische Würdigung der Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA

Wie oben dargestellt, erfassen diese Bestimmungen sämtliche Finanzinstrumente, die zwar keine Realerfüllung vorsehen, bei denen sich die Zahlungsflüsse aber zwischen den Parteien auf Aktien beziehen. Für die Erfassung dieser Finanzinstrumente fehlt es an einer gesetzlichen Basis[368]. Art. 20 Abs. 1 BEHG sieht vor, dass „Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien" der Meldepflicht unterstehen. Bei Optionen mit Barabgeltung, Differenzgeschäften und ähnlichen Finanzinstrumenten ohne Realerfüllung handelt es sich nun nicht um Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien, da sie kein Recht zum Erwerb oder zur Veräusserung von Aktien gewähren[369]. Daher kann sich die Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung nicht auf Art. 20 Abs.

---

366 Weber, BSK, N. 104 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 101.

367 Weber, BSK, N. 51 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 180 zu Art. 20 BEHG; Mettier 1995, S. 89 sowie 113; Druey (1997), S. 42; von der Crone (1996), S. 40 f.; Küng/Huber/Kuster, Kommentar Börsengesetz, N. 39 zu Art. 30 BEHG; Gotschev (2005), S. 105 sowie S. 126.

368 Iffland/Gilliard (2007), S. 375; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 10.

369 Vgl. Votum Germann, Amtl. Bull. 2007, S 405, der ausdrücklich festhielt, dass es sich bei Optionen um Anrechte für den Erwerb von Aktien handelt; a.M. Weber, BSK, N. 63 zu Art. 20 BEHG, der annimmt, dass sich „in extensiver Auslegung von Art. 20 Abs. 2 BEHG" vertreten lässt, auch Optionen mit Barabgeltung der Meldepflicht zu unterwerfen; m.E. ist diese Ansicht unrichtig, da sie nicht nur dem Wortlaut der Bestimmung widerspricht, sondern vor allem auch Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG, der unter restriktiven Bedingungen die Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung vorsieht; diese Bestimmung wäre unnötig gewesen, wenn Derivate ohne Realerfüllung ohnehin schon von Art. 20 Abs. 2 BEHG erfasst würden.

1 BEHG stützen[370]. Optionen und andere Derivate ohne Barabgeltung können nur dann als Erwerbs- bzw. Veräusserungsrechte im Sinen dieser Bestimmung erfasst werden, wenn die Parteien im konkreten Fall die Abrede getroffen haben, dass entgegen dem Wortlaut des entsprechenden Vertrages eine Realerfüllung erfolgen soll und die Option daher gemäss Art. 18 OR trotz des vordergründig anderslautenden Wortlautes des Vertrages als Realerfüllungsoption betrachtet werden muss. Die teleologische Verkürzung, dass jede Cash Exercise Option und jedes andere Derivat ohne Realerfüllung entgegen dem Wortlaut der betreffenden Vereinbarung mit einer Realerfüllung verbunden sei, weil die aus dem Derivat verpflichtete Partei die entsprechenden Aktien zur Absicherung ihrer Position hielte[371], ist dagegen, wie oben bezüglich des indirekten Haltens dargestellt, nicht sachgerecht. Einerseits ist es weder richtig, dass die verpflichtete Partei immer eine Gegenposition in Aktien hält – sie kann sich selbst wieder durch eigene Derivatstrategien absichern oder wie bei einem Leerverkauf auch ohne Absicherung Derivate mit Barabgeltung schreiben, wenn sie auf einen Rückgang der Kurse spekuliert[372]. Andererseits besteht bei der aus der Option verpflichteten Partei, selbst bei einer vollständigen Absicherung durch Aktienpositionen, meist keinerlei Absicht, die betreffenden Finanzinstrumente tatsächlich durch Übergabe von Aktien zu erfüllen. Finanzinstrumente ohne Realerfüllung werden häufig eingesetzt, um einen Aktienbestand zu bewirtschaften, den der betreffende Aktionär halten will; diese Art von Finanzinstrumenten ermöglicht es dem betreffenden Aktionär nämlich, durch regelmässige Emissionen Prämien zu vereinnahmen, um so auf seinem Aktienbestand einen Zusatzertrag zu generieren, ohne den Aktienbestand selbst zu verringern.

Die Tatsache, dass Finanzinstrumente ohne Realerfüllung nicht von Art. 20 Abs. 1 BEHG erfasst werden, ergibt sich nicht nur aus dem Wortlaut dieser Bestimmung selbst, sondern auch aus Art. 20 Abs. 2bis BEHG[373], der auf Finanzinstrumente Bezug nimmt, „die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben", und damit jene Derivate erfasst, die in rechtlicher Hinsicht keine Realerfüllung vorsehen, in wirtschaftlicher Hinsicht aber einen

---

370 Der Transparenzzweck des Börsengesetzes (Art. 1 BEHG) erlaubt nicht eine „weite" Auslegung der Meldepflicht, die sich von normalen Auslegungsmethoden und insbesondere dem klaren Wortlaut des Gesetzes entfernt: Weber, BSK, N. 11 zu Art. 20 BEHG; Druey (1997), S. 38. Die Transparenz wird mit der Erfassung aller Optionen und Derivate mit Barabgeltung im Übrigen nicht erhöht, da die Meldung derartiger Derivate, die sich nicht auf Stimmrechtsverschiebung beziehen, zu einem grossen Teil falsche Signale gibt.

371 Vgl. zu dieser Argumentation Watter/Dubs (2008), S. 194 ff.

372 Dies zeigt sich auch tatsächlich in den Meldungen der Finanzinstitute, die professionell Optionen und andere Derivate auf Schweizer Aktien ausgeben: Die Meldungen von Merrill Lynch vom 15. Januar 2008 betr. OC Oerlikon Corporation AG, die Meldung der Bank Julius Bär & Co. AG vom 15. Januar 2008 betr. OC Oerlikon Corporation AG sowie der BCV vom 11. Januar 2008 (alle www.six-swiss-exchange.com) zeigen, dass keine dieser Banken die Call-Optionen, die sie geschrieben haben, zu 100% mit Aktien abgesichert hat. Die betreffenden Finanzinstitute haben vielmehr die von ihnen geschriebenen Optionen nur teilweise mit Aktien abgesichert, da sie höchstwahrscheinlich dynamische Delta-Hedging-Strategien verfolgt haben; zum Teil haben sie die von ihnen geschriebenen Optionen aber auch einfach mit dem Kauf von Call-Optionen von Dritten abgesichert; vgl. zur Absicherungsstrategie bei Derivaten auch FSA Consultation Paper 07/20, Disclosure of Contracts for Difference, November 2007, S. 42 sowie Annex 4.

373 Iffland/Gilliard (2007), S. 375.

Erwerb ermöglichen[374]. Diese werden aber anders als die Erwerbs- und Veräusserungsrechte, die eine Realerfüllung vorsehen, d.h. sich direkt auf Aktien beziehen – nicht automatisch erfasst, sondern, wie oben dargestellt, nur der Meldepflicht unterworfen, wenn sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben werden[375].

Daher kann sich eine Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung – abgesehen von den oben erwähnten Fällen, in denen die Parteien eine Nebenabsprache über die Realerfüllung haben – nur auf Art. 20 Abs. 2 BEHG abstützen. In diesem Sinne fehlt es Art. 15 Abs. 1 lit. c. BEHV-FINMA, der eine wesentlich weitergehende Meldepflicht vorsieht, an einer gesetzlichen Grundlage. Eine Meldepflicht kann sich allein aus Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA ergeben, d.h. in den in Art. 20 Abs. 2bis BEHV vorgesehenen Fällen.

Die Rückführung der BEHV-FINMA auf die gesetzliche Grundlage ist im Rahmen der Meldepflicht wesentlich, da das Gesetz für Verletzungen der Meldepflicht in Art. 41 BEHG und Art. 20 Abs. 4 BEHG Sanktionen vorsieht, die sehr stark in die Rechtsposition der betroffenen Person eingreifen[376], und derartige Eingriffe nicht ohne klare gesetzliche Grundlage erfolgen dürfen. Die Einhaltung der gesetzlichen Grundlagen sichert aber auch die Transparenz: Das Parlament ist bewusst davon ausgegangen, dass grundsätzlich nur Aktien sowie Optionen mit Realerfüllung, die zur Verschiebung von Aktien führen können, der Meldepflicht unterliegen[377]. Da Derivate ohne Realerfüllung reine Finanzgeschäfte sind, die nicht zur Verschiebung von Beteiligungen und Stimmrechten führen, ergibt deren Meldung grundsätzlich falsche Signale[378]. Mit Art. 20 Abs. 2bis BEHG hat das Parlament festgelegt, in welchen Fällen im Hinblick auf die besonderen Verhältnisse bei einer Übernahme derartige Derivate bzw. Finanzinstrumente dennoch zu melden sind. Diese Abgrenzung zwischen meldepflichtigen und nicht-meldepflichtigen Derivaten durch den Gesetzgeber muss die FINMA als Verordnungsgeber respektieren[379].

---

374 Votum Schwander, Amtl. Bull. 2007, N 104, der festhielt, dass mit Art. 20 Abs. 2bis BEHG nun neu auch noch Erwerbs- und Veräusserungsrechte ohne Rechtsanspruch auf Übertragung von Aktien erfasst werden; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 4; vgl. Brügger (2008), S. 88 f., der diese Beschränkung allerdings bedauert.

375 Nobel (2008b), S. 2. Nationalrat Schneider-Ammann, der Initiant von Art. 20 Abs. 2bis BEHG, brachte dies in der parlamentarischen Beratung (Amtl. Bull 2007, N 105) sehr klar zum Ausdruck: *„Der beantragte Regelungsansatz zählt nun diese indirekten Beteiligungen, welche bei einem Dritten parkiert sein können, rein rechnerisch dem eigentlichen Akteur zu. [...] Der Regelungsadressat ist ausschliesslich der Übernahmeinteressent resp. der Anbieter, mithin besteht kein Sanktionsrisiko für andere professionelle Marktteilnehmer. Die Regelung ist zielführend und dennoch moderat.*" Eine derartige eingeschränkte Erfassung von Derivaten ohne Realerfüllung lässt auf Verordnungsstufe keine flächendeckende Meldepflicht für Optionen mit Barabgeltung zu. Die EBK ist offensichtlich der Meinung, dass diese Grenzen nicht zu beachten sind, da sie dazu führen würden, "dass gängige Finanzinstrumente – wie die genannten Contracts for Difference, Equity Swaps oder Single Baskets – nur "im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot" der Meldepflicht unterlägen. Dies entspricht aber nicht dem Grundanliegen des Gesetzgebers; mit einer solchen Begrenzung würde die gesetzgeberische Vorgabe zu restriktiv umgesetzt". EBK Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4. Die EBK begründet allerdings den von ihr eruierten gesetzgeberischen Willen nicht weiter und setzt sich auch nicht mit den entgegenstehenden Aussagen im Parlament auseinander.

376 Vgl. Empfehlung der OLS SWX vom 30.7.2007 i.S. Laxey, Ziff. 26 (unveröffentlicht).

377 Vgl. Votum Schwander, Amtl. Bull 2007, N. 104.

378 Vgl. Druey (1997), S. 37 f.

379 Iffland/Gilliard (2007), S. 375.

3. Bruttoprinzip und Verrechnungsverbot: getrennte Meldung von Erwerbs- und Veräusserungspositionen

Eine vermischte Meldung von Aktienbeständen, Erwerbsrechten, Verkaufsrechten und übrigen Derivaten würde nicht zu der vom Börsengesetz angestrebten Transparenz führen, da eine derartige unspezifizierte Meldung eines Gesamtbestandes meldepflichtiger Positionen keinerlei Aussagekraft hätte[380]. Auch das Saldieren von Verkaufs- und Erwerbsrechten bzw. Aktienbeständen und Verkaufsrechten würde nicht zur Transparenz beitragen, da derartige Verrechnungen die wirtschaftliche Realität nicht richtig wiedergeben würden[381]. Schreibt eine Person beispielsweise auf einem Aktienbestand Call-Optionen, so verliert sie mindestens bis zum Ablauf der Ausübungsfrist die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte nicht[382], weshalb es ein falsches Signal ergeben würde, wenn die geschriebenen Call-Optionen vom Aktienbestand abgezogen würden. Das Gleiche gilt auch bezüglich der „Verrechnung" von unterschiedlichen Kaufs- und Verkaufsoptionen, die eine Person hält, da derartige Kombinationen von Derivaten sich in wirtschaftlicher Hinsicht normalerweise nicht gegenseitig aufheben, sondern im Gegenteil der berechtigten Person völlig unterschiedliche Handlungsalternativen ermöglichen[383]. Damit die Meldungen trotz des stark erweiterten Bereichs meldepflichtiger Transaktionen und Instrumente weiterhin transparent bleiben, müssen sie daher so detailliert sein, dass es den Anlegern möglich ist, nachzuvollziehen, wie gross die Zahl der Aktienstimmen einer Partei ist, wie viel Aktienstimmen sie sich durch die Ausübung von Erwerbsrechten sichern kann und wie gross ihr tatsächliches wirtschaftliches Engagement ist.

3.1 Getrennte Meldung von Erwerbs- und Veräusserungspositionen

Um im Rahmen der Meldepflicht die gewünschte Transparenz zu schaffen, sieht Art. 12 Abs. 1 BEHV-FINMA vor, dass bei der Meldung aufgrund des wirtschaftlichen Zwecks der meldepflichtigen Transaktion zwischen Erwerbs- und Veräusserungspositionen unterschieden werden muss[384]:

– Erwerbspositionen

  Als Erwerbspositionen gelten gemäss Art. 12 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA Transaktionen, die potentiell zum Erwerb von Aktien führen, wie insbesondere der Erwerb von Call-Optionen und Wandelrechten sowie das

---

380 Vgl. Iffland/Gilliard (2007), S. 371.

381 Vgl. EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.3; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 11.

382 Da statistisch gesehen die überwiegende Mehrzahl aller Optionen nie ausgeübt wird, ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Aktionär seine Aktien auch über den Ablauf der Ausübungsfrist hinaus behält, sehr hoch.

383 Je nachdem, welches Derivat die betreffende Person ausübt, wird sie entweder Aktien erwerben oder verkaufen, sie wird die beiden Positionen in der wirtschaftlichen Realität aber nie „verrechnen".

384 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.3 f.; Iffland/Gilliard (2007), S. 273; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 11.

Schreiben von Put-Optionen[385]. Zur Erwerbsposition gehören auch der direkte und der indirekte Erwerb von Aktien selbst, wobei aber gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA eine separate Meldung erstattet werden muss, wenn der Aktienbestand allein eine der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte überschreitet. Derivate ohne Realerfüllung gehören dagegen zur Erwerbsposition, sofern die betreffende Person Zahlung erhält, wenn der Aktienkurs steigt oder Zahlungen machen muss, wenn der Aktienkurs fällt.

– Veräusserungspositionen

Als Veräusserungspositionen gelten gemäss Art. 12 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA dagegen sämtliche Transaktionen, die potentiell zur Veräusserung von Aktien führen können, wie insbesondere das Schreiben von Call-Optionen sowie der Erwerb von Put-Optionen[386]. Derivate ohne Realerfüllung müssen als Veräusserungsposition gemeldet werden, sofern die betreffende Person Zahlungen erhält, wenn der Aktienkurs sink oder Zahlungen machen muss, wenn der Aktienkurs steigt.

Soweit ein Derivat wie z.B. ein „Put-Call-Spread“ aus verschiedenen Erwerbs- und Verkaufsoptionen zusammengesetzt ist, müssen diese Rechte für den Zweck der Meldepflicht analytisch getrennt und gesondert als Erwerbs- bzw. Veräusserungspositionen gemeldet werden[387].

Eine Meldung wird immer dann notwendig, wenn Erwerbs- oder Veräusserungsposition bzw. der Aktienbestand allein einen für die Meldung massgebenden Grenzwert erreicht oder überschreitet bzw. einen früher erreichten oder überschrittenen Grenzwert wieder unterschreitet[388]. Wird die Meldepflicht bei einer Positionen ausgelöst, so müssen im Rahmen der Meldung allerdings immer sämtliche Positionen gemeldet werden, da die Anleger nur aufgrund einer Gesamtbetrachtung aller drei Positionen den Einfluss der meldepflichtigen Position auf die Gesellschaft und ihr tatsächliches ökonomisches Engagement abschätzen können[389].

3.2 Bruttoprinzip und Verrechnungsverbot

Beim Ausweis von Erwerbs- und Veräusserungspositionen müssen Bruttoprinzip und Verrechnungsverbot beachtet werden: Die betreffenden Positionen

---

385 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 11

386 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 11.

387 Vgl. zu den praktischen Schwierigkeiten von Auftrennung und Meldung komplexer Finanzinstrumente Iffland/Gilliard (2007), S. 371 f.; gerade bei der Erfassung von strukturierten Produkten ergeben sich in diesem Bereich massive Schwierigkeiten; diese sind wahrscheinlich auch Grund dafür, dass die EBK die Regulierung der Finanzprodukte bei der per 1. Dezember 2007 in Kraft getretenen Revision der BEHV-EBK zum Teil aufgeschoben hat, dazu EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.6.

388 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.3.; Iffland/Gilliard (2007), S. 373.

389 Vgl. die Beispiele in EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.4; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 11 f.

müssen ohne jede gegenseitige Verrechnung in vollem Umfang ausgewiesen werden[390]. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die Meldung einerseits die tatsächliche Stimmkraft richtig abbildet, andererseits aber durch den Ausweis von Derivaten auch die potentiellen Verschiebungen von Stimmrechten in korrekter Weise darstellt. Dementsprechend darf eine Person, die Aktien erwirbt und darauf Call-Optionen schreibt, diese Call-Optionen nicht vom Aktienbestand subtrahieren. Sie muss vielmehr beide Positionen gesondert ausweisen: die Aktien als Erwerbsposition, die Call-Optionen als Verkaufsposition. Der meldepflichtige Bestand in Erwerbs- und Veräusserungsposition wird daher immer nur durch die Veräusserung von Aktien oder meldepflichtigen Derivaten bzw. den Verfall oder das Glattstellen von Derivaten vermindert, nie aber durch eine Verrechnung mit wirtschaftlich entgegengesetzten Positionen.

Bruttoprinzip und Verrechnungsverbot ergeben eine Meldung, die es den Anlegern erlaubt, die Position des betreffenden Aktionärs genau abzuschätzen, und führen so zu einer hohen Transparenz. Ein Manko bezüglich Transparenz liegt allerdings darin, dass, wie oben dargestellt, Leerverkäufe von Aktien nicht der Meldepflicht unterstehen; konsequenterweise müssten diese ebenfalls meldepflichtig sein und zur Veräusserungsposition zählen[391]. Das Gleiche müsste wie in Ziff. II.F.2 dargestellt für aufgeschobene und bedingte Käufe und Verkäufe gelten, die noch nicht vollzogen sind. Der Abschluss derartiger Verträge führt beim Verkäufer nach der heutigen Praxis unmittelbar zu einer Reduktion der Aktienposition, während sie beim Käufer zur Erhöhung des Aktienbestandes führt. Letztlich stellt die Berücksichtigung derartiger Transaktionen in der Aktienposition aber eine sachlich unrichtige Verrechnung von Veräusserungs- und Erwerbspositionen dar, da der betreffende Verkäufer bis zum Vollzug der Transaktion immer noch über die Stimmrechte verfügt und damit einen Einfluss auf die Gesellschaft ausüben kann, während der Käufer vor dem Vollzug der Transaktion keine Stimmrechte und dementsprechend auch keinen Einfluss auf die Gesellschaft hat. Im Sinne des Bruttoprinzips und des Verrechnungsverbotes wäre es richtig, derartige bedingte Verkäufe und Kaufverträge mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum wie Derivate in der Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition zu zeigen und erst beim Vollzug der betreffenden Transaktionen in der Aktienposition abzubilden.

---

390 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.3., Iffland/Gilliard (2007), S. 373.

391 Gerade im Licht der Meldepflicht von Veräusserungspositionen, die sich aus dem Schreiben von Call-Optionen bzw. mit dem Erwerb von Put-Optionen ergeben, erscheint der Verzicht auf die Meldepflicht von Leerverkäufen als inkonsistent. Durch einen Leerverkauf entsteht letztlich eine rechtlich wesentlich stärker gefestigte Veräusserungsposition als das blosse Schreiben von Call-Optionen bzw. durch den Erwerb von Put-Optionen, da bei einem Leerverkauf die betreffenden Aktien sicher geliefert werden müssen, während bei Optionsgeschäften eine Lieferung nur notwendig wird, wenn der Optionsberechtigte die Option auch tatsächlich ausübt.

4. Ausübung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten, Verkauf und Verfall von Derivaten

4.1 Ausübung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten

Gemäss Art. 20 Abs. 2 BEHG ist die Ausübung von Wandel- und Erwerbsrechten einem Erwerb gleichgestellt, während die Ausübung von Veräusserungsrechten melderechtlich einer Veräusserung entspricht. Die FINMA hat diese Regelung in der BEHV-FINMA durch zwei Bestimmungen umgesetzt[392]: Art. 15 Abs. 3 BEHV-FINMA sieht vor, dass die Ausübung meldepflichtiger Derivate erneut der Meldepflicht untersteht, wenn dadurch bei der Erwerbs- oder der Veräusserungsposition ein Grenzwert erreicht, über- oder unterschritten wird. Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA sieht zusätzlich vor, dass eine Meldepflicht entsteht, wenn der Anteil der Aktien in der Erwerbsposition allein einen Grenzwert erreicht, übersteigt oder unterschreitet. Diese Regeln führen bei der Ausübung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten zu folgenden Konsequenzen:

– Ausübung von Derivaten der Erwerbspositionen

  Da die Person, welche das betreffende Derivat in ihrer Erwerbsposition führt, mit der Ausübung dieses Derivates Aktien erwirbt, bleibt ihre gesamte Erwerbsposition, die sich aus Derivaten und Aktien zusammensetzt, gleich gross. Eine Meldung ist deshalb nur notwendig, wenn die Aktienposition allein durch den Erwerb der neuen Aktien einen Grenzwert erreicht oder überschreitet und dadurch die Meldepflicht gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA ausgelöst wird[393]. Bei der aus dem Derivat belasteten Person kommt es dagegen einerseits zu einer Meldung, wenn durch den Wegfall der betreffenden Derivate die Veräusserungsposition unter einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert fällt. Zusätzlich wird die Meldepflicht aber auch ausgelöst, wenn durch die Übertragung der betreffenden Aktien die Erwerbsposition oder der Aktienbestand allein[394] unter einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert fällt.

– Ausübung von Derivaten der Veräusserungspositionen

  Wird ein Derivat der Veräusserungsposition ausgeübt, so überträgt die berechtigte Partei Aktien an die andere Partei. Daher wird bei der Partei, die Aktien überträgt, eine Meldepflicht ausgelöst, falls die Veräusserungsposition durch den Wegfall der betreffenden Derivate unter einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert fällt sowie auch wenn aufgrund der Übertragung von Aktien die gesamte Erwerbsposition oder der

---

392 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.7.

393 Vgl. EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.4.4.

394 Diese separate Meldung wird durch Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA ausgelöst.

Aktienanteil allein[395] unter einen dieser Grenzwerte fällt. Bei der Person, die Aktien erhält, bleibt die gesamte Erwerbsposition unverändert, da sie nun anstelle von Derivaten, die in der Erwerbsposition geführt werden müssen, Aktien hält. Zu einer Meldepflicht kommt es aber, wenn ihre Aktienposition allein[396] einen dieser Grenzwerte erreicht oder überschreitet.

In dieser Weise kann die Ausübung eines Erwerbs- oder Verkaufsrechtes, dessen Erwerb bzw. Schaffung bereits die Meldepflicht ausgelöst hat, die Meldepflicht ein zweites Mal auslösen[397]. Diese doppelte Meldepflicht ist sinnvoll, da die zuerst gemeldete, reine Derivat-Transaktion selbst noch nicht zur Verschiebung von Stimmrechten führt, sodass die erste Meldung nur die Möglichkeit einer Verschiebung von Stimmrechten signalisiert. Erst die zweite Meldung, die nach Ausübung der Derivate erfolgt, zeigt dann, dass Stimmrechte tatsächlich verschoben wurden und dass daher im Aktienbestand ein Grenzwert überschritten wurde.

4.2 Verkauf und Verfall von Derivaten

Inhaber von meldepflichtigen Derivaten, deren Veräusserungs- bzw. Erwerbsposition dank Derivaten einen Grenzwert erreicht oder überschritten hat, müssen auch eine Meldung machen, wenn die betreffenden Derivate verfallen, ohne dass sie zu einer Lieferung von Aktien geführt hätten und deshalb die betreffende Position durch den Wegfall dieser Rechte unter den massgebenden Grenzwert fällt[398]. Das Gleiche gilt selbstverständlich auch für die Veräusserung von meldepflichtigen Derivaten. Werden Derivate ohne Realerfüllung abgerechnet,so führt dies ebenfalls zur Meldepflicht, wenn dadurch die entsprechende Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition unter den für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert fällt[399].

---

395 Diese Meldepflicht ergibt sich aus Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA.

396 In diesen Fällen ergibt sich die Meldepflicht aus Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA.

397 Vgl. SWX Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 12; vgl. Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.3; Böckli (1998b), S. 241.

398 Meier-Schatz (1998), S. 52; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 43 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 153 f.

399 Mettier (1999), S. 148 ff.

D. DIREKTER UND INDIREKTER ERWERB – DIE WIRTSCHAFTLICHE BERECHTIGUNG ALS KRITERIUM DER MELDEPFLICHT

1. Die wirtschaftlich berechtigte Person

1.1 Der Begriff der wirtschaftlich berechtigten Person

Art. 20 Abs. 1 BEHG stellt bei der Definition des meldepflichtigen Bestandes nicht auf das formelle Eigentum an Aktien und meldepflichtigen Derivaten ab, sondern erfasst alle Aktien und Derivate, die von einer Person direkt oder indirekt gehalten werden. Meldepflichtig ist daher gemäss Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA immer die wirtschaftlich berechtigte Person, d.h. der „ultimate beneficial owner“[400], auf dessen Rechnung Aktien bzw. meldepflichtige Derivate gehalten bzw. gekauft oder verkauft werden, auch wenn Dritte die betreffenden Positionen im eigenen Namen halten oder am Markt anstelle der wirtschaftlich berechtigten Personen als Käufer bzw. als Verkäufer aufgetreten sind[401].

Die Frage, welche Person als „ultimate beneficial owner“ betrachtet wird, muss sich am Zweck der Meldepflicht orientieren: Da die Meldepflicht bezweckt, Transparenz bezüglich der tatsächlichen Stimmrechts- bzw. Beherrschungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften zu schaffen, muss die Person als wirtschaftlich berechtigt betrachtet werden und damit der Meldepflicht unterliegen, welche die Stimmrechte an den betreffenden Beteiligungspapieren im eigenen Interesse ausüben oder über deren Ausübung im eigenen Interesse bestimmen kann[402]. Diese am Zweck der Meldepflicht orientierte Auslegung des Begriffs der „wirtschaftlich berechtigten Person“ ist eine autonome Begriffsbestimmung für die Zwecke der Meldepflicht; diese Begriffsbestimmung stimmt daher nicht in allen Facetten mit der Auslegung des Begriffs der „wirt-

---

400 Gotschev (2005), S. 104; Mettier (1999), S. 89; vgl. für ein Beispiel einer komplexen Beherrschungsstruktur die Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2005 i.S. Zwahlen; zur Problematik dieses Begriffes, Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 177 ff. zu Art. 20 BEHG; Druey (1997), S. 41 f. und Böckli (1998b), S. 242.

401 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99), Ziff. 1; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 32 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz (1998), S. 52; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 175 zu Art. 20 BEHG; Nobel (2004b), S. 927; Senn (1998), S. 40; Lüchinger (2004), S. 255; Bernet (1998), S. 88 f.; Gotschev (2005), S. 105.

402 Vgl. Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99), Ziff. 1; Mettier (1999), S. 78 ff.; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 39 zu Art. 20 BEHG.

schaftlich berechtigten Person“ in anderen Rechtsgebieten überein[403]. Die EBK wich allerdings von der Definition der wirtschaftlichen Berechtigung aufgrund der Verfügung über Stimmrechte in den Fällen ab, in denen sie versucht, Derivate ohne Realerfüllung[404] als indirekten Aktienbesitz zu charakterisieren, da sich die Argumentation der EBK bei der Erfassung derartiger Instrumente völlig vom Stimmrecht löste[405]. Wie vorne in Ziff. II.C.2.2.2.3 dargestellt, findet diese Ausdehnung des Begriffes der wirtschaftlich berechtigten Person bzw. des indirekten Erwerbs allerdings keine Stütze im Gesetz[406], weshalb die Verfügung über die Stimmrechte weiterhin das entscheidende Kriterium für die Qualifikation eines Rechtsverhältnisses als indirekter Besitz bleibt.

Ob die Kontrolle über die Stimmrechte bzw. das Recht, über die Ausübung der Stimmrechte zu bestimmen, auf ein Rechtsverhältnis zurückgeht, das eine derartige Kontrolle beinhaltet, ist m.E. irrelevant[407], da im Sinne des Normzwecks allein die faktischen Verhältnisse entscheidend sind. Dies zeigt sich insbesondere bei der Beherrschung einer juristischen Person. Der Mehrheitsaktionär einer Aktiengesellschaft gilt gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. b und c BEHV-FINMA als wirtschaftlich berechtigte Person an den Aktien, welche die betreffende Aktiengesellschaft hält. Diese Berechtigung ist letztlich allein faktischer Natur, da ein Hauptaktionär aus aktienrechtlicher Sicht keine Möglichkeit hat, direkt über die Stimmrechte an den von der betreffenden Aktiengesellschaft gehaltenen Aktienbeständen zu verfügen; dieses Recht kommt in aktienrechtlicher Sicht allein dem Verwaltungsrat zu[408]. Überdies stellt auch der Wortlaut von Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA mit der Formulierung „alle anderen Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können“ nicht auf Rechtsverhältnisse, sondern auf tatsächliche Vorgänge ab. Die Kontrolle der Stimmrechte muss aber gesichert sein, d.h. auf faktisch oder rechtlich gesicherten Strukturen basieren. Eine ungesicherte Möglichkeit, das Stimmrechtsverhalten allenfalls beeinflussen zu können, genügt nicht. Diesem Kriterium genügt die oben erwähnte Position des Mehrheitsaktionärs bei einer Aktiengesellschaft, da dieser aufgrund seiner Stimm-

---

403 Vgl. Mettier (1999), S. 87 f., zum Begriff des „wirtschaftlich Berechtigten“ im Bereich der Geldwäscherei; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 178 zu Art. 20 BEHG stellt die Probleme bei der einheitlichen dogmatischen Erfassung der Rechtsfigur des „wirtschaftlich Berechtigten“ für die verschiedenen Rechtsbereiche dar, in denen dieser Begriff verwendet wird. M.E. ist die dogmatische Erfassung des Begriffs der „wirtschaftlich berechtigten Person“ nicht wesentlich: Einerseits basiert dieser Begriff ohnehin auf tatsächlichen und nicht auf rechtlichen Verhältnissen, was die dogmatische Durchdringung von vornherein sehr schwierig macht, andererseits ist der Begriff aber, wie vorne dargestellt, im Bereich der Meldepflicht entsprechend dem Zweck der Meldepflicht autonom auszulegen, weshalb Querbezüge zu anderen Rechtsgebieten wenig fruchtbar sind.

404 Cash Exercise Options, Contracts for Difference, Share Swaps etc.

405 Verfügung der EBK vom 12. Dezember 2007 i.S. Laxey (E.37ff.).

406 Dieses sieht die Erfassung von Derivaten, die kein Recht zum Erwerb von Aktien geben, nur im Rahmen von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG vor.

407 Vgl. zur Kontroverse Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz N. 179 ff. zu Art. 20 BEHG sowie Gotschev (2005), S. 105 f.; ein durchsetzbares Rechtsverhältnis zur Kontrolle über die Stimmrechte setzte insbesondere Druey (1997), S. 72 voraus.

408 Vgl. dazu Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 181 zu Art. 20 BEHG, der allerdings sonst (insbesondere N. 79 zu Art. 20 BEHG) den Bestand eines Rechtsverhältnisses verlangt.

rechte den Verwaltungsrat der Aktiengesellschaft austauschen und so dessen Verhalten beeinflussen kann. Keine genügende Kontrolle dagegen besteht beim Berater, der einem Aktionär Ratschläge betreffend die Ausübung von Aktienstimmen gibt, oder bei einer Person, die einen Aktionär bittet, im Sinne ihrer Interessen abzustimmen. Auch wenn eine gewisse Chance besteht, dass die betreffenden Ratschläge oder Wünsche befolgt werden, hat die betreffende Person weder eine rechtlich noch eine faktisch gesicherte Kontrolle darüber, wie sich der Aktionär tatsächlich verhält.

Die Anknüpfung an die wirtschaftliche Berechtigung vermeidet eine Diskussion der Umgehungsfälle, die entstehen würde, wenn für die Meldepflicht auf das formelle Eigentum an den Aktien abgestellt würde. Dank der Anknüpfung an die wirtschaftliche Berechtigung gehen Umgehungsversuche wie die Übertragung von Aktien auf Treuhänder oder kontrollierte Gesellschaften sowie die Aufteilung eines grossen Aktienbestandes auf verschiedene Strohmänner ins Leere, da bei derartigen Konstruktionen die wirtschaftlich berechtigte Person direkt erfasst wird[409].

1.2 Alleinige Meldepflicht der wirtschaftlich berechtigten Person

Wenn wirtschaftliche Berechtigung und Eigentum auseinanderfallen, so ist gemäss Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA nur die wirtschaftlich berechtigte Person meldepflichtig, die formal berechtigte Person dagegen untersteht selbst nicht der Meldepflicht. So wird gewährleistet, dass es nicht zu Doppelmeldungen kommt, die ein verfälschtes Bild des Aktionariats darstellen würden[410]. Die Tatsache, dass ein indirekter Erwerb vorliegt, sowie die Identität der formell berechtigten Personen müssen aber gemäss Art. 21 Abs. 3 BEHV-FINMA in der Meldung offengelegt werden, sodass letztlich bezüglich aller Personen, die an einem indirekten Kontrollverhältnis beteiligt sind, Transparenz geschaffen wird[411]. Entgegen der Ansicht verschiedener Autoren[412] ergibt sich auch aus Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA keine Pflicht zur Doppelmeldung. Diese Bestimmung sieht zwar vor, dass eine Person, die durch den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren auf Rechnung von mehreren untereinander unabhängigen wirtschaftlich Berechtigten Grenzwerte erreicht, über- oder unterschreitet und „im entsprechenden Umfang zur Ausübung der Stimmrechte ermächtigt ist“, meldepflichtig ist. Dies kann aber nicht dahingehend ausgelegt werden, dass Depotbanken oder Nominees, die Aktien im Namen anderer

---

409 Vgl. Gotschev (2005), S. 121 ff.

410 Zum Grundsatz, dass die kumulative Meldepflicht zu vermeiden ist, Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 183 zu Art. 20 BEHG; vgl. Röthlisberger (1998), S. 190; Weber, BSK, N. 91 zu Art. 20 BEHG. Vereinzelt sehen die Regeln über die Meldepflicht allerdings Doppelmeldungen vor, so bei kollektiven Kapitalanlagen (vgl. dazu Ziff. II.D. 6.); zur informationsökonomischen Problematik von Mehrfachmeldungen Druey (1997), S. 42 f.).

411 Damit wird dem Informationsbedürfnis, das gemäss verschiedener Autoren (vgl. Meier-Schatz (1996), S. 101; Cereghetti (1995), S. 283 f.; Röthlisberger (1998), S. 106) für eine Doppelmeldung einer formell und wirtschaftlich berechtigten Person spricht, in einer Weise Rechnung getragen, die – anders als eine Doppelmeldung – nicht zur falschen Information über die Zusammensetzung des Aktionariats führt.

412 Mettier (1999), S. 139; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 185 zu Art. 20 BEHG.

Personen erwerben und halten, meldepflichtig werden, falls sie von den wirtschaftlich berechtigten Personen zur Stimmrechtsausübung bevollmächtigt werden. Zur Meldepflicht kommt es nach dem Grundsatz von Art. 9 BEHV-FINMA nur dann, wenn der formell Berechtigte im eigenen Interesse bzw. nach seinem Gutdünken über die Stimmrechte entscheiden kann. In allen anderen Fällen ist er nicht meldepflichtig[413].

2. Aktien im direkten Eigentum der wirtschaftlich berechtigten Personen

Der einfachste Fall für die Bestimmung der meldepflichtigen Person liegt vor, wenn eine Person Aktien im eigenen Namen hält und ohne Verpflichtung gegenüber Dritten in eigenem Ermessen über deren Stimmrechte verfügen kann, d.h., wenn formalrechtliche und wirtschaftliche Berechtigungen zusammenfallen[414]. Zu dieser Kategorie meldepflichtiger Personen, die aufgrund ihrer Eigentümerstellung bzw. Aktionärseigenschaft meldepflichtig sind, gehören nicht nur Einzelpersonen, die Aktien im eigenen Vermögen halten, sondern auch weitere Personen, die Aktien zum wirtschaftlichen Vorteil von Drittpersonen halten, ohne dass diese Drittpersonen aber Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte haben. Zu dieser Kategorie direkt berechtigter Personen gehören insbesondere:

2.1 Kapitalgesellschaften ohne beherrschenden Aktionär

Wenn eine Kapitalgesellschaft Aktien einer anderen Gesellschaft hält, so verfügen ihre Organe über die Stimmrechte an den betreffenden Aktien, während die Aktionäre, die von der Wertentwicklung dieser Aktiven wirtschaftlich profitieren, keinen direkten Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte haben. Damit ist die betreffende Kapitalgesellschaft selbst als wirtschaftlich berechtigte Person zu betrachten und muss entsprechend die Meldepflicht erfüllen. Die Aktionäre dieser Kapitalgesellschaft dagegen sind nicht meldepflichtig. Dies gilt allerdings nur so lange, als kein Aktionär die Gesellschaft beherrscht; beherrscht[415] eine Person die betreffende Kapitalgesellschaft, so wird diese Person als wirtschaftlich Berechtigte betrachtet und unterliegt – wie in Ziff. II.D.5 hinten dargestellt – der Meldepflicht.

2.2 Pensionskassen

Auch bei Pensionskassen ist nicht die Pensionskasse selbst Nutzniesserin einer Wertsteigerung ihres Portefeuilles, sondern die Destinatäre, d.h. die versicherten Personen. Da diese aber keinen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte an den Aktien haben, welche die Pensionskasse hält, sondern die Organe der Pensionskasse über diese entscheiden, unterliegen in- und ausländi-

---

413 Gotschev (2005), S. 107 f.; die Offenlegungsstelle SWX hat mit Mitteilung vom 26. Februar 1999 (II.99), Ziff. 2 daher auch die Meldepflicht von Nominees ausgeschlossen; vgl. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 186, der zwar diesen Gesichtspunkt erwähnt, aber dennoch von einer Doppelmeldung ausgeht.

414 Meier-Schatz (1996), S. 101.

415 Zum Begriff der Beherrschung: Ziff. II.D.5.2.

sche Pensionskassen selbst der Meldepflicht; die Destinatäre dagegen unterliegen keiner Meldepflicht[416].

Da schweizerische Pensionskassen aufgrund der paritätischen Vertretung von Arbeitgeber und Arbeitnehmer im Leitungsorgan der Pensionskasse vom Arbeitgeber unabhängig sind, werden ihre Aktienbestände auch nicht im Rahmen einer Konzernbetrachtung dem Arbeitgeber zugerechnet[417]. Eine andere Lösung kann sich bei ausländischen Personalvorsorgeeinrichtungen aufdrängen, soweit diese als rechtlich unselbständiges Sondervermögen dem Arbeitgeber angegliedert sind, oder bei Personalvorsorgeeinrichtungen, die zwar rechtlich selbständig sind, deren Organe aber vom Arbeitgeber bestimmt werden; in diesen Fällen muss die Pensionskasse in die Konzernmeldung einbezogen werden.

2.3 Stiftungen, Vereine und Genossenschaften ohne beherrschende Personen

Auch Stiftungen, Genossenschaften und Vereine, die in ihrem Vermögen Aktien halten, sind grundsätzlich selbst meldepflichtig, auch wenn Dritte, wie insbesondere Destinatäre, oder Mitglieder in wirtschaftlicher Hinsicht von einem Wertanstieg des Vermögens profitieren[418]. Auch bei diesen juristischen Personen entscheiden allein die Organe über die Ausübung der Stimmrechte und nicht die Personen, die wirtschaftlich vom Wert der Aktien profitieren, weshalb die juristische Person selbst die Meldepflicht zu erfüllen hat und die Mitglieder bzw. Destinatäre nicht der Meldepflicht unterliegen. Dieser Grundsatz gilt allerdings nicht, wenn eine Stiftung, eine Genossenschaft oder ein Verein von einer Person beherrscht wird, die aufgrund ihrer Beherrschung faktisch über die Ausübung der Stimmrechte entscheiden kann. In diesem Fall wird, wie in Ziff. II.D.5 dargestellt, die beherrschende Person als „ultimate beneficial owner“ betrachtet und entsprechend für die von der juristischen Person gehaltenen Aktien meldepflichtig[419].

3. Einräumung von Vollmachten und Abtretung von Stimmrechten

Mit der Einräumung einer Vollmacht geht die Befugnis zur Ausübung des Stimmrechtes vom Eigentümer der betreffenden Aktien auf den Bevollmächtigten über[420]. Da aber für die Bestimmung der wirtschaftlich berechtigten Person nicht entscheidend ist, wer in rein rechtlicher Betrachtung die Stimmrechte ausüben kann, sondern nur die Person als wirtschaftlich berechtigt betrachtet wird, die über die Ausübung der Stimmrechte materiell bestimmen kann bzw. in deren Interesse die Stimmrechte ausgeübt werden, kann der Bevollmächtigte nicht in jedem Fall als die wirtschaftlich berechtigte Person betrach-

---

416 Mettier (1999), S. 161; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 147 zu Art. 20 BEHG.

417 Vgl. Ziff. II.E.3.1.6.

418 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 144 zu Art. 20 BEHG.

419 Vgl. Jahresbericht 2000 Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1.3.6; Gotschev (2005), S. 123 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 145 zu Art. 20 BEHG.

420 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99), Ziff. 2; Mettier (1999), S. 114 ff.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 86 zu Art. 20 BEHG.

tet werden. Sofern die Vollmacht ausdrücklich oder stillschweigend mit der Auflage verbunden wird, die Stimmrechte gemäss den Instruktionen oder im Interesse des Vollmachtgebers auszuüben, bleibt der Vollmachtgeber die wirtschaftlich berechtigte Person. Das oben dargestellte Prinzip wird in Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA insoweit bestätigt, als diese Bestimmung ausdrücklich festhält, dass die kurzfristige Erteilung einer Vollmacht für die Vertretung der Stimmrechte an einer Generalversammlung von vornherein nicht dazu führt, dass die bevollmächtigte Person als wirtschaftlich berechtigte Person betrachtet wird. Daher fallen die für eine Generalversammlung bevollmächtigten Vertreter, wie insbesondere Organvertreter und der unabhängige Stimmrechtsvertreter sowie auch Aktionäre, die von anderen Aktionären für eine Generalversammlung bevollmächtigt werden, nicht unter die Meldepflicht[421]. Neben der Vollmacht für die Vertretung der Stimmrechte an einzelnen Generalversammlungen fallen aber auch längerfristige Vollmachten für die Meldepflicht ausser Betracht, sofern der Vertreter im Interesse des Aktionärs oder auf dessen Instruktion handeln muss. Diese Situation findet sich insbesondere beim Depotvertreter oder bei Nominees und Vermögensverwaltern, welche sich in ihren Standardverträgen eine Vollmacht einräumen lassen, gemäss deren sie insoweit für die Anträge des Verwaltungsrates stimmen müssen, als nicht spezifische Instruktionen des Aktionärs vorliegen oder die entsprechenden Anträge klar den Interessen des Aktionärs widersprechen[422].

Die Einräumung einer Vollmacht macht den Bevollmächtigten allerdings dann zur wirtschaftlich berechtigten Person, wenn dieser die übertragenen Stimmrechte nach eigenem Gutdünken – losgelöst von Weisungen und vom Interesse des Vollmachtgebers – ausüben kann[423]. Die Abtretung von Stimmrechten oder die Einräumung einer unwiderruflichen Vollmacht[424] führen ebenfalls dazu, dass die bevollmächtigte Person meldepflichtig wird, da der Bevollmächtigte in derartigen Fällen ein eigenes Recht an den Stimmrechten erwirbt und diese dementsprechend nach seinem eigenen Interesse ausüben kann.

Nach dem Wortlaut Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA ist ein Vertreter meldepflichtig, wenn er durch den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren auf Rechnung von mehreren voneinander unabhängigen, wirtschaftlich berechtigten Personen Grenzwerte erreicht, über- oder unterschreitet und im entsprechenden Umfang zur Ausübung der Stimmrechte ermächtigt ist. Diese Bestimmung führt aber in Anwendung der allgemeinen Grundsätze für Vollmachten nur dann zur Meldepflicht des Vertreters, wenn dieser die Stimmrechte im eigenen Interesse oder nach eigenem Gutdünken ausüben

---

421 Mettier (1999), S. 115.

422 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 88 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 115 f., S. 111 f.; vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99) Ziff. 2.

423 Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99) Ziff. 2; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 94 zu Art. 20 BEHG. Gotschev (2005), S. 109.

424 Unwiderrufliche Vollmachten sind zwar im Schweizer Recht nicht zulässig, können zum Teil aber gemäss anderen Rechtsordnungen erteilt werden.

darf[425]. Die Offenlegungsstelle SIX unterwirft den für mehrere wirtschaftlich berechtigte Personen tätigen Treuhänder bzw. Nominee deshalb auch nur dann der Meldepflicht, wenn dieser in eigenem Ermessen über die Ausübung der mit einer Vollmacht übertragenen Stimmrechte entscheiden kann[426]. Damit erfasst Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA letztlich nur die Situation, in der ein Nominee bzw. Treuhänder die Stimmen seiner Auftraggeber bündelt, um diese zur Verfolgung eigener Ziele zu verwenden.

4. Aktien im indirekten Besitz der wirtschaftlich berechtigten Person: Spaltung von formalem Eigentum und wirtschaftlicher Berechtigung

In der Praxis des Kapitalmarktes und des Bankgeschäftes existieren verschiedene Konstellationen, bei denen die Positionen von formellem Eigentümer und wirtschaftlich berechtigter Person auseinanderfallen. In derartigen Situationen ist nach dem vorne dargestellten Grundsatz immer die Person meldepflichtig, die im eigenen Interesse bzw. ohne Instruktion oder Bindung an fremde Interessen die Stimmrechte ausüben bzw. über deren Ausübung bestimmen kann. In den in der Praxis relevanten Konstellationen ergibt sich aus diesem Prinzip folgende Regelung der Meldepflicht:

4.1 Treuhandverhältnisse

Bei Treuhandverhältnissen ist der Treugeber und nicht der Treuhänder meldepflichtig[427], da der Treuhänder gemäss Art. 397 f. OR die Stimmrechte nach den Instruktionen und im Interesse des Treugebers ausüben muss. Eine Meldepflicht des Treuhänders selbst kann sich nur ergeben, wenn dieser aufgrund einer speziellen Bestimmung des Treuhandvertrages die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausüben kann. Genau gleich wie Treuhandverhältnisse werden auch sämtliche Konstellationen behandelt, bei denen ein Aktionär eine Drittperson bzw. einen Strohmann als formellen Eigentümer vorschiebt, um die eigene Kontrolle über die betreffenden Aktien zu verschleiern, selbst aber das Verfügungsrecht über die Stimmrechte behält. Damit ist auch in diesen Konstellationen allein der Treugeber meldepflichtig, die vorgeschobene Drittperson dagegen nicht[428].

4.2 Nominees

Nominees, die bei einer Gesellschaft für ihre Kunden formell als Aktionäre registriert sind und die Stimmrechte nach Instruktion durch die Kunden ausüben bzw. den Kunden jeweils Stimmrechtsmaterial und Vollmacht zustellen, damit diese ihre Rechte selbst ausüben können, gelten nicht als „ultimate beneficial owners“, da sie Stimmrechte nicht in eigenem Interesse ausüben. Sie unterliegen daher nicht der Meldepflicht. Die Meldepflicht trifft einzig die

---

425 Gotschev (2005), S. 107 f.; Röthlisberger (1998), S. 113; a.M. Mettier (1999), S. 139.

426 Mettier (1999), S. 139; vgl. Empfehlung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99) Ziff. 2.

427 Art. 9 Abs. 3 lit. a BEHV-FINMA; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 34 ff. zu Art. 20 BEHG; Lüchinger (2004), S. 255; Kistler (2001), S. 101.

428 Vgl. Gotschev (2005), S. 123.

Auftraggeber der betreffenden Nominees, sofern sie einen der massgebenden Grenzwerte erreichen, über- oder unterschreiten[429].

Wie vorne in Ziff. II.D.3 dargestellt, ergibt sich auch aus Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA keine selbständige, von der wirtschaftlichen Berechtigung losgelöste Meldepflicht für Nominees, die von ihren Kunden Vollmachten zur Ausübung der Stimmrechte erhalten haben. Diese Bestimmung führt nur dann zu einer Meldepflicht der Nominees, wenn die entsprechenden Vollmachten dem Nominee erlauben, die Stimmrechte im eigenen Interesse auszuüben[430].

4.3 Banken, Broker, Vermögensverwalter und andere Finanzintermediäre

Banken und Broker, die für Kunden aufgrund einzelner Instruktionen oder eines Vermögensverwaltungsmandates Aktien erwerben und im Depot halten, sind für diese Kundenbestände bzw. Kundentransaktionen nicht meldepflichtig; meldepflichtig sind nur die an diesen Depots direkt oder indirekt berechtigten Personen[431]. Das Gleiche gilt auch für Vermögensverwalter, welche für verschiedene Kunden Kauf- und Verkaufsaufträge erteilen[432]. Die wirtschaftliche Berechtigung der Kunden ergibt sich meistens schon daraus, dass diese selber Eigentümer der betreffenden Aktien sind und auch die Stimmrechte selbst ausüben. Selbst in Fällen, in denen sich die Banken, Broker oder Vermögensverwalter treuhänderisch als Eigentümer im Aktienregister eintragen lassen, bleiben die Kunden wirtschaftlich berechtigt, da Banken, Broker und Vermögensverwalter die betreffenden Aktien im Interesse der Kunden halten und aufgrund ihres Auftragsverhältnisses mit den Kunden auch die Stimmrechte in deren Interesse ausüben müssen.

Banken, Broker und Vermögensverwalter werden aber dann meldepflichtig, wenn sie im Rahmen der Vereinbarungen mit ihren Kunden von diesen eine Vollmacht erhalten haben, die ihnen erlaubt, die Stimmrechte an den Aktien ihrer Kunden nach eigenem Ermessen bzw. im eigenen Interesse auszuüben[433]. Keine Meldepflicht der Finanzintermediäre löst dagegen eine mit einer Weisung verbundene Vollmacht aus oder eine Vollmacht, die so ausgestaltet ist,

---

429 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99), Ziff. 2; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 91 zu Art. 20 BEHG.

430 Gotschev (2005), S. 107 f.; Weber, BSK, N. 91 zu Art. 20; Böckli (1998b), S. 242; vgl. jedoch Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 195 zu Art. 92, der basierend auf Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA eine kumulative Meldepflicht von Treuhänder und Treugeber postuliert; dies ist m.E. abzulehnen, da, wie vorne dargestellt, der Treuhänder gemäss dieser Bestimmung nur dann meldepflichtig ist, wenn er die Stimmrechte nach eigenem Gutdünken ausüben kann.

431 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 149 zu Art. 20 BEHG; Gotschev (2005), S. 124; vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Swiss Value (E.1); vgl. Art. 9 Abs. 3 lit. a BEHV-FINMA, gemäss dem ein indirekter Erwerb des Kunden vorliegt, wenn ein Dritter, d.h. eine Bank, ein Broker oder ein Vermögensverwalter, Aktien für Rechnung des Kunden kauft.

432 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99); vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Swiss Value (E.2).

433 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 26. Februar 1999 (II/99), Ziff. 2; Mettier (1999), S. 117; Iffland (1999), S. 148.

dass die Stimmrechte im Sinne der Anträge des Verwaltungsrates der betreffenden Gesellschaft ausgeübt werden, sofern die Kunden nicht andere Instruktionen erteilen oder der betreffende Antrag ihrem Interessen klar widerspricht[434].

4.4 Pfandrecht

Bei der Verpfändung von Aktien erwirbt der Pfandnehmer ein beschränktes dingliches Recht an den Aktien, welches das Stimmrecht nicht berührt; das Stimmrecht verbleibt gemäss Art. 905 ZGB bzw. Art. 689b Abs. 2 OR beim Pfandgeber. Falls die Parteien keine andere Vereinbarung treffen, die dem Pfandnehmer das Stimmrecht gewährt, unterliegt daher nur der Pfandgeber einer allfälligen Meldepflicht[435]. Nur wenn der Pfandgeber den Pfandnehmer zusätzlich zur Pfandbestellung auch noch ermächtigt, die Stimmrechte im eigenen Interesse auszuüben, wird dieser meldepflichtig[436].

4.5 Wertpapierleihe, Repo-Geschäft und Sicherungsübereignung

Bei der Wertpapierleihe, bei Repo-Geschäften[437] sowie bei der Sicherungsübereignung überträgt eine Partei[438] der anderen Partei[439] Eigentum und damit auch die Stimmrechte an Aktien[440]. Bei all diesen Transaktionen hat die übertragende Partei allerdings ein vertragliches Recht auf Rückübertragung der betreffenden Aktien. Art. 14 BEHV-FINMA sieht bei diesen Transaktionen eine doppelte Meldepflicht vor; die übertragende Partei muss die betreffenden Aktien weiterhin in ihrem Erwerbs- bzw. Aktienbestand führen und bleibt dementsprechend für diese Aktien meldepflichtig. Die übernehmende Partei wird dagegen während der Laufzeit der betreffenden Transaktion meldepflichtig, d.h. muss den Abschluss des Geschäftes gemäss Art. 14 Abs. 2 BEHV-FINMA im Rahmen der Erwerbsposition als Aktienbestand melden und und auch bei der Rückgabe der Aktien gemäss Art. 14 Abs. 3 BEHV-FINMA eine entsprechende Reduktion dieser Bestände melden, soweit es jeweils zu einer Berührung bzw. Über- oder Unterschreitung eines für die Meldepflicht mass-

---

434 Vgl. dazu vorne Ziff. II.D.3.

435 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 30 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz (1996), S. 103; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 158 zu Art. 20 BEHG.

436 Gotschev (2005), S. 102 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 158 zu Art. 20 BEHG.

437 Zur Abwicklung des Repo-Geschäfts: Wechsler (1999), S. 7 ff.; zur Rechtsnatur Bertschinger (1997b), S. 468 ff. sowie Zobl/Kramer, N. 1249 ff.; zum Securities Lending Zobl/Kramer, N. 1277 ff.; Isler/Haas (2008), S. 214 f.

438 Verleiher (bei der Wertpapierleihe), Verkäufer (beim Repo-Geschäft) bzw. Sicherheitsgeber (bei der Sicherungsübereignung).

439 Borger (bei der Wertpapierleihe), Käufer (beim Repo-Geschäft) bzw. Sicherheitsnehmer (bei der Sicherheitsübereignung).

440 Isler/Haas (2008), S. 218.

gebenden Grenzwertes kommt[441]. Diese Doppelmeldung führt zu falschen Vorstellungen über die Stimmkraft einzelner Aktionäre bei der Gesellschaft, da die übertragende Partei zwar den gesamten Bestand gemeldet hat, aber über keinerlei Stimmrechte verfügt; diese Unschärfe wird nur in ungenügender Weise dadurch gemildert, dass in Art. 21 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA die übernehmende Partei in ihrer Meldung angeben muss, dass sie die Aktien nur aufgrund einer Wertpapierleihe, eines Repo-Geschäftes oder einer Sicherungsübereignung erhalten hat und diese wieder zurückgeben muss. Damit können die anderen Marktteilnehmer zwar erkennen, dass die Partei, welche eine Meldung macht, Stimmrechte nur aufgrund einer derartigen Transaktion ausüben kann, sie wissen aber nicht, welche Partei die Aktien abgegeben hat und trotz ihres gemeldeten Bestandes gar nicht mehr über Stimmrechte verfügt.

Diese Doppelmeldung wurde per 1. Januar 2009 eingeführt wurde. Vor diesem Zeitpunkt war nur die übernehmende Partei meldepflichtig, da sie allein über die Stimmrechte verfügen konnte[442], während die übertragende Partei betreffenden Bestände trotz ihres Rückübertragungsanspruches nicht mehr melden musste[443].[444]. Die EBK war jedoch der Ansicht, dass es diese Art der Meldepflicht ermöglichte, der übertragenden Partei Aktien bei Dritten zu "parkieren", was durch die Meldepflicht beider Parteien verhindert wird[445]. Damit zeigt diese Art der Regelung das Spannungsverhältnis zwischen dem ursprünglichen Zweck der Meldepflicht, die tatsächlichen Beherrschungsverhältnisse bzw. die Stimmrechtsverhältnisse abzubilden und der Vorwarnfunktion für öffentliche Übernahmen, die bei der Revision des Melderechtes 2007 im Vordergrund stand. Die führere Regelung, welche Doppelmeldungen vermied und die Meldepflicht nur der Person auferlegte, welche die Stimmrechte ausüben konnte, sollte primär die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse abzubilden; die neue Regelung dagegen nimmt Einbussen in der Transparenz in

---

441 Der Wortlaut von Art. 14 BEHV-FINMA ist allerdings missverständlich, da aus den ersten Worten von Art. 14 Abs. 2 BEHV-FINMA "meldepflichtig ist nur die Vertragspartei" geschlossen werden könnte, dass nur die übernehmende Partei für die betreffenden Aktien meldepflichtig ist. Aus den Materialien ergibt sich aber, dass die EBK bzw. die FINMA mit dieser Formulierung zum Ausdruck bringen wollten, dass die übertragende Partei die Übertragung nicht zu melden hat, sondern weiterhin für den Bestand meldepflichtig bleibt. EBK, Entwurf der BEHV-FINMA, Stand Juni 2008, S. 8 ff., Kommentar zu Art. 12; EBK, Erläuterungsbericht zum Entwurf der BEHV-FINMA vom Juni 2008.

442 Mettier (1999), S. 143 bzw. S. 145; Gotschev (2005), S. 94; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 102 ff. zu Art. 20 BEHG; Isler/Haas (2008), S. 220 ff.; Stadelmann/Widmer (2008), S. 157.

443 Dass das vertragliche Rückforderungsrecht keine Meldepflicht auslöst, ist zum Teil systemwidrig, da in anderen Fällen ein vertragliches Recht auf Übertragung der Aktien entweder direkt als Erwerb von Aktien gemeldet werden muss (sofern der Anspruch auf Übertragung durch Abschluss eines Kaufvertrages entsteht) oder aber in der übrigen Erwerbsposition gemeldet werden muss (sofern der Anspruch auf Übertragung von Aktien aufgrund des Abschlusses eines Derivates entsteht). M.E. ist es aber letztlich richtig, auf die Stimmrechte abzustellen und nicht auf die Rückforderungsrechte, da der Zweck der Meldepflicht in der korrekten Abbildung der Stimmrechtsverhältnisse an kotierten Gesellschaften liegt.

444 Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 10; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 78 ff. zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz (1998), S. 52; Kistler (2001), S. 102; Böckli (1998b), S. 241 f.; Mettier (1999), S. 142 f.

445 Erläuterungsbericht der EBK zum Entwurf der BEHV-FINMA vom Juni 2008, S. 8 ff.

Kauf, um sicherzustellen, dass ein Unternehmen über zukünftig mögliche Veränderungen im Aktionariat orientiert wird.

4.6 Nutzniessung

Da bei der Nutzniessung nach Art. 690 Abs. 2 OR das Stimmrecht an den Nutzniesser übergeht, ist der Nutzniesser gemäss Art. 11 BEHV-EBK als wirtschaftlich berechtigte Person meldepflichtig[446]. Sofern die Parteien bei der Begründung bzw. Ausgestaltung der Nutzniessung allerdings von dieser Regelung abweichen und vorsehen, dass die nutzniessungsbelastete Partei das Stimmrecht an den Aktien ausüben kann, unterliegt diese Person der Meldepflicht[447]. Die Tatsache, dass Art. 11 BEHV-EBK nur die Meldepflicht des Nutzniessers vorsieht, steht dieser Meldepflicht nicht entgegen, da sich Art. 11 BEHV-EBK nur auf den Normalfall der Nutzniessung bezieht, bei einer abweichenden Gestaltung der Nutzniessung aber der in Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-EBK festgehaltene Grundsatz gilt.

Die melderechtliche Behandlung der Nutzniessung differiert von der oben dargestellten Regelung der Wertpapierleihe, Repo-Geschäfte und Sicherheitsübereignung; auch bei der Nutzniessung hat die übertragende Partei einen Rückforderungsanspruch, der in diesem Fall sogar dinglicher Natur ist. Dies müsste nach den oben dargestellten Überlegungen, die zur doppelten Meldepflicht bei diesen Geschäften geführt haben auch beider Nutzniessung zu einer Doppelmeldung führen; es ist anzunehmen, dass die EBK bei einem Entwurf der BEHV-FINMA davon ausging, da das Missbrauchspotential bei der Nutzniessung geringer ist als bei Wertpapierleihe, bei Repo-Geschäften und bei Sicherungsübereignungen und deshalb auf die doppelte Meldepflicht verzichtet hat.

5. Beherrschung von Gesellschaften und Konzernverhältnisse

5.1 Meldepflicht der beherrschenden Person

Wie vorne dargestellt, ist eine juristische Person bezüglich des eigenen Aktienbestandes grundsätzlich selbst meldepflichtig. Dagegen unterliegen die Personen, die von der positiven Vermögensentwicklung der betreffenden juristischen Person profitieren, d.h. Aktionäre, Mitglieder oder Destinatäre, nicht der Meldepflicht, da nicht diese Personen, sondern die Organe der betreffenden juristischen Person über die Ausübung von Stimmrechten an den Aktien,

---

446 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 29 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz (1996), S. 103; Mettier (1999), S. 162 f.

447 Mettier (1999), S. 162 f.; Gotschev (2005), S. 91 f.; a.M. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 99 zu Art. 20 BEHG, der davon ausgeht, dass sowohl nutzniessungsberechtigte wie auch nutzniessungsbelastete Partei meldepflichtig seien; diese Auffassung widerspricht m.E. allerdings dem Grundsatz von Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA, nach dem die Zuordnung des Rechts zur Ausübung der Stimmrechte für die Zuweisung der Meldepflicht entscheidend ist.

die von dieser juristischen Person gehalten werden, entscheiden. Wenn aber eine natürliche oder juristische Person eine Gesellschaft beherrscht, so wird die Person, welche die beherrschende Position einnimmt, gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. b BEHV-FINMA als die wirtschaftlich berechtigte Person betrachtet[448]. Beherrscht eine Person mehrere juristische Personen, die Aktien der gleichen Gesellschaft halten, so werden die Bestände der einzelnen Gesellschaften addiert und der beherrschenden Person zugerechnet. In diesem Sinne gilt für die Meldepflicht ein automatischer „Durchgriff" bei allen Konzern- und Beherrschungsverhältnissen, der zu einer Konsolidierung der Bestände führt[449].

5.2 Der Begriff der Beherrschung

Der Begriff der Beherrschung wird weder im Börsengesetz noch in der Verordnung der FINMA definiert; die Offenlegungsstelle SIX, die FINMA und auch das Bundesgericht gehen von einer ergebnisorientierten Definition der Beherrschung aus[450] und bejahen eine Beherrschung immer dann, wenn eine Person die Möglichkeit hat, über die Ausübung von Stimmrechten zu bestimmen, die von der betreffenden juristischen Person gehalten werden[451]. Die beherrschende Person kann dabei eine natürliche, aber auch eine juristische Person sein, weshalb im Konzernverhältnis die Konzernobergesellschaft wirtschaftlich berechtigte Person für alle von den Konzerngesellschaften gehaltenen Aktien ist.

Folgende Situationen können im Sinne der oben dargestellten Grundsätze zu einer Beherrschung führen:

- Mehrheit bzw. massgebliche Minderheit der Stimmrechte

  Wenn eine Person die Mehrheit der Stimmrechte an einer Gesellschaft hält, so gilt sie für die von dieser Gesellschaft gehaltenen Beteiligungspapiere als wirtschaftlich berechtigt[452]. Dies gilt auch dann, wenn eine Person nur eine Minderheitsposition hält, diese Minderheitsposition wegen des Streubesitzes der übrigen Stimmrechte aber so bedeutend ist, dass die betreffende Person die Mitgliederversammlung jeweils beherrschen und die Organe der Gesellschaft wählen kann[453]. Dabei genügt aber nicht ein blosses Zufallsmehr an einer besonders schlecht besuchten Generalversammlung. Damit eine Beherrschung vorliegt, müssen die Verhältnis-

---

448 Kistler (2001), S. 101; Mettier (1999), S. 112; Weber, BSK, N. 50 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 87 zu Art. 20 BEHG.

449 Ein Beispiel eines derartigen „Durchgriffs" wird in der Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E.1.3) beschrieben.

450 Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), BGE 2A.174/2001.

451 Gotschev (2005), S. 124 f.; Mettier (1999), S. 112; Kistler (2001), S. 101; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 75 f. zu Art. 20 BEHG.

452 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E.1).

453 Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 2; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 76 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 111.

se stabil sein, d.h., die betreffende Person muss regelmässig die faktische Kontrolle über die Generalversammlung haben[454].

- Vertragliche oder statutarische Rechte

  Selbst wenn eine Person aufgrund ihrer Stimmrechte keine beherrschende Beteiligung hat, kann sich eine Beherrschung aufgrund statutarischer oder vertraglicher Vorrechte ergeben, die einer bestimmten Person das Recht einräumen, die obersten Leitungsorgane einer Gesellschaft zu besetzen[455]. Diese Situation kann sich beispielsweise bei einer Kommanditaktiengesellschaft oder einer ähnlich strukturierten ausländischen Gesellschaft ergeben, bei der bestimmte Aktionäre Geschäftsführungsrechte haben.

- Personelle Verflechtung

  Besteht zwischen verschiedenen Gesellschaften eine personelle Verflechtung auf Ebene des Verwaltungsrates, weil eine oder mehrere Personen gleichzeitig im Verwaltungsrat mehrerer Gesellschaften tätig sind, so soll diese Verflechtung nach Ansicht der Offenlegungsstelle zu einer „Beherrschung" führen[456]. M.E. genügt eine derartige personelle Verflechtung aber nicht zur Annahme eines Beherrschungsverhältnisses, da die Organstellung gemäss Art. 717 OR im Interesse der jeweiligen Gesellschaft ausgeübt werden muss und damit gar nicht zur Beherrschung führen kann. Eine Person, die in den Verwaltungsräten mehrerer Gesellschaften tätig ist, muss bei jeder dieser Gesellschaften allein die Interessen der betreffenden Gesellschaft wahren, was die Beherrschung ausschliesst. Eine personelle Verflechtung durch Einsitz in den Verwaltungsrat mehrerer Gesellschaften kann aber immerhin zusammen mit einer starken Minderheitsposition der einen an der anderen Gesellschaft ein Indiz für eine Beherrschung darstellen.

Ist es einer Person möglich, eine juristische Person aufgrund ihres Stimmenanteils oder vertraglicher bzw. statutarischer Rechte zu beherrschen, so ist es irrelevant, ob die beherrschende Person diese Beherrschung tatsächlich ausnützt, um über die Ausübung von Stimmrechten zu entscheiden. Für die Meldepflicht ist allein die objektive Möglichkeit der Beherrschung relevant. Daher liegt auch dann eine meldepflichtige Beherrschung vor, wenn eine Person eine Mehrheit an einer Gesellschaft hält, diese aber völlig autonom von ihren eigenen Organen geführt wird und diese Organe dementsprechend auch selbstän-

---

454 Vgl. Jahresbericht 1998 Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.2; Gotschev (2005), S. 125.

455 Ein Beispiel einer derartigen Beherrschung findet sich in der Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2004 i.S. Maag (E.3.3). In diesem Fall ging die UEK davon aus, dass die SPS als Anbieterin die Maag schon vor Durchführung des Angebotes bzw. dem Erwerb einer Beteiligung beherrschte, weil sie mit vier von sieben Verwaltungsratsmitgliedern der Maag einen Mandatsvertrag abgeschlossen hatte, gemäss dem diese Verwaltungsratsmitglieder die Interessen der SPS zu wahren hatten; vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 2.

456 Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 2.

dig über die Ausübung von Stimmrechten entscheiden, die dieser Gesellschaft aufgrund ihrer Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft zukommen[457].

5.3 Beherrschungsverhältnis bei Stiftungen und Trusts

Stiftungen sind, wie in Ziff. II.D.2.3 dargestellt, für ihre eigenen Bestände an Beteiligungspapieren meldepflichtig, wenn diese die für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte erreichen oder über- bzw. unterschreiten. Destinatäre und auch Stifter werden bei schweizerischen Stiftungen nicht als wirtschaftlich berechtigte Personen betrachtet, da sie im Normalfall keinen Einfluss auf die Willensbildung der Stiftung haben. Sofern aber ein Destinatär oder Stifter Organstellung hat oder nach dem anwendbaren Stiftungsrecht[458] die Willensbildung der Stiftung massgeblich beeinflussen kann, wird der betreffende Destinatär bzw. Stifter zur wirtschaftlich berechtigten Person und ist damit selbst meldepflichtig[459].

Ähnliche Verhältnisse wie bei einer Stiftung ergeben sich auch beim Trust; entscheidend für die Frage, ob der Trust selbst meldepflichtig ist oder der Grantor bzw. ein Beneficiary der Meldepflicht unterliegen, ist der Einfluss, den diese Personen auf den Trust bzw. auf das Trustvermögen nehmen können[460]. Ist der Trustee von Weisungen des Grantors bzw. der Beneficiaries unabhängig, so ist der Trustee aufgrund seines Eigentums meldepflichtig; haben Grantor oder Beneficiaries dagegen direkten Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte an den dem Trust gehörenden Aktien, weil sie gegenüber dem Trustee ein Weisungsrecht besitzen, werden Grantor bzw. Beneficiary als wirtschaftlich berechtigte Personen betrachtet und dementsprechend meldepflichtig[461]. Da die einzelnen Trusts bezüglich der Einflussmöglichkeiten von Grantor bzw. Beneficiaries sehr unterschiedlich ausgestaltet sind, müssen die rechtlichen und tatsächlichen Einflussmöglichkeiten dieser Personen auf den Trustee im Einzelfall geprüft und bei unklaren Verhältnissen auch mit der Offenlegungsstelle besprochen werden[462].

---

457 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 77 zu Art. 20 BEHG; vgl. BGE II.A 174/2001; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00, Ziff. 1).

458 Diese Möglichkeiten existieren z.B. bei liechtensteinischen Stiftungen.

459 Vgl. Jahresbericht 2000 Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1.3.6; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 145 zu Art. 20 BEHG; Gotschev (2005), S. 123 f.; vgl. den in der Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006 i.S. Zwahlen geschilderten Sachverhalt, in dem die wirtschaftlich Berechtigten ihre Beteiligung indirekt über Trusts und Stiftungen hielten.

460 Weber, BSK, N. 77 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz (1996), S. 102; Cereghetti (1995), S. 287; vgl. für den Fall eines Trusts, der direkt den begünstigten Personen zugerechnet wurde, Empfehlung der UEK vom 6. September 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung C); Gutzwiller/Schleiffer (2007), S. 66.

461 Mettie (1999), S. 160 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 161 ff.

462 Vgl. Jahresbericht 2000 Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1.3.8.

6. Kollektive Kapitalanlagen

6.1 Schweizerische kollektive Kapitalanlagen

6.1.1 Die Meldepflicht bei bewilligten kollektiven Kapitalanlagen

Kollektive Kapitalanlagen dienen dazu, die Mittel verschiedener Anleger zusammenzufassen und anzulegen, wobei Auswahl und Verwaltung der Anlagen den Organen der betreffenden kollektiven Kapitalanlage oder aber – bei Fremdverwaltung – einer Fondsleitung anvertraut werden. Im Rahmen dieses Konzeptes der kollektiven Kapitalanlage haben die einzelnen Anleger typischerweise keinen Einfluss auf die Anlage. Daher kann diese den Anlegern nicht als indirekter Besitz zugerechnet werden[463]. Dementsprechend ist gemäss Art. 17 Abs. 1 BEHV-FINMA der Bewilligungsträger für die betreffende kollektive Kapitalanlage meldepflichtig[464], während die Anleger gemäss Art. 17 Abs. 4 BEHV-FINMA in der Meldung nicht offengelegt werden müssen und auch selbst nicht meldepflichtig sind[465].

Der Verzicht auf die Meldepflicht der Anleger bei kollektiven Kapitalanlagen ist allerdings dann problematisch, wenn ein Anleger eine hohe Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage mit körperschaftlicher Struktur hat und diese aufgrund seiner Mitgliedschaftsrechte entsprechend beherrscht bzw. deren Leitungsorgane massgeblich beeinflusst oder in anderer Weise auf die Leitungsorgane bzw. die Fondsleitung einer kollektiven Kapitalanlage einen wesentlichen Einfluss hat[466]. Bei einer derartigen atypischen kollektiven Kapitalanlage, bei der ein Investor die Kapitalanlage beherrscht, wird dieser Investor m.E. aufgrund von Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA trotz der kollektiven Kapitalanlage direkt meldepflichtig, da der beherrschende Einfluss des betreffenden Investors auf die kollektive Kapitalanlage als indirekter Besitz an den von der kollektiven Kapitalanlage gehaltenen Aktien betrachtet werden muss. Diese Abweichung von der in Art. 17 BEHV-FINMA vorgesehenen Regel über die Meldepflicht bei kollektiven Kapitalanlagen ist folgerichtig, da der Verzicht auf die Meldepflicht der an einer kollektiven Kapitalanlage beteiligten Investoren auf der Annahme basiert, dass keiner der Investoren einen massgebli-

---

463 Weber, BSK, N. 76 zu Art. 20 BEHG; Meier/Schatz, Offenlegung, S. 102; Cereghetti (1995), S. 286 f.; Hofstetter (1998c), S. 296; Kistler (2001), S. 164.

464 EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.2 ff.

465 Weber, BSK, N. 76 zu Art. 20 BEHG. Bei Fund of Funds gilt der Dachfonds selbst als Anleger im Sinne dieser Regel, was dazu führt, dass nur die kollektiven Kapitalanlagen, die direkt anlegen, der hier beschriebenen Meldepflicht unterliegen. Ein Dachfonds, der nur in anderen kollektiven Kapitalanlagen anlegt, bzw. der für den Dachfonds zuständige Bewilligungsträger muss dagegen keine Meldung erstatten; EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.4.2.

466 Besonders problematisch sind in diesem Sinne die „Ein-Investoren-Fonds“, bei denen der Investor unabhängig von der konkreten Rechtsform der kollektiven Kapitalanlage rein faktisch einen starken Einfluss hat.

chen Einfluss auf die Fondsleitung hat, und daher nicht gelten kann, wenn diese Voraussetzung nicht gegeben ist[467].

Die Regel, dass nur die kollektive Kapitalanlage bzw. der betreffende Bewilligungsträger, nicht aber die Anleger zur Meldung verpflichtet sind, gilt allerdings nur insoweit, als die betreffende kollektive Kapitalanlage über eine Bewilligung gemäss KAG verfügt[468]; für kollektive Kapitalanlagen, die zwar der Bewilligungspflicht unterstehen, aber nicht über eine entsprechende Bewilligung verfügen[469], gelten die normalen Regeln über die Meldepflicht[470]. Handelt es sich bei der betreffenden kollektiven Kapitalanlage um eine Gesellschaft, muss die Meldepflicht im Normalfall von der Gesellschaft selbst erfüllt werden; wird die Gesellschaft allerdings von einem Gesellschafter beherrscht, so ist dieser meldepflichtig, da ihm der Aktienbestand der von ihm beherrschten Gesellschaft als indirekter Besitz angerechnet wird[471]. Handelt es sich bei der betreffenden kollektiven Kapitalanlage dagegen um eine Treuhandanlage oder ein ähnliches Konstrukt, so sind die Anleger nach den Regeln über treuhänderischen Aktienbesitz direkt meldepflichtig[472]. Zum Teil müssen derartige, nicht bewilligte kollektive Kapitalanlagen aber auch in Gruppenmeldungen einbezogen werden, wenn sie von anderen Gesellschaften durch Beteiligungen oder auf andere Weise beherrscht werden[473].

6.1.2 Die Erfüllung der Meldepflicht durch den Bewilligungsträger

Die Meldepflicht für Beteiligungen genehmigter kollektiver Kapitalanlagen, die einen der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte überschreiten, ist gemäss Art. 17 Abs. 1 BEHV-FINMA durch den Bewilligungsträger zu erfüllen[474]. Dementsprechend ist bei SICAF und Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen die betreffende Gesellschaft selbst bzw. ihre Organe zur Meldung verpflichtet, da bei diesen Formen der kollektiven Kapitalanlage die kollektive Kapitalanlage selbst Bewilligungsträger ist[475]. Die gleiche Regelung gilt auch bei den SICAV, die von den Organen der Gesellschaft selbst verwaltet werden; bei fremdverwalteten SICAV ist die Meldepflicht gemäss Art. 17 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA dagegen durch die Fondsleitung zu erfüllen. Diese ist auch bei den kollektiven Kapitalanlagen, die auf vertraglicher

---

467 Vgl. EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.7, wo die EBK von einer Meldepflicht der Anleger bei Umgehungsgeschäften spricht.

468 EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.4.1; Iffland/Gilliard (2007), S. 375; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 13.

469 Z.B. Investmentgesellschaften (SICAF), die der kollektiven Kapitalanlage dienen, aber keine Bewilligung eingeholt haben.

470 Iffland/Gilliard (2007), S. 376.

471 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. II.D.5.

472 Dazu Ziff. II.D.4.1.

473 Iffland/Gilliard (2007), S. 376. Da die Fondsleitung typischerweise über die Stimmrechte verfügt, muss die Person, welche die Fondsleitung beherrscht, den Bestand der betreffenden kollektiven Kapitalanlage in die eigene Gruppenmeldung aller beherrschten Gesellschaften einbeziehen.

474 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.4.2; Iffland/Gilliard (2007), S. 375.

475 Baker & McKenzie, KAG, S. 131.

Basis beruhen, d.h. den klassischen Anlagefonds, zur Meldung verpflichtet, da sie bei diesen Formen kollektiver Kapitalanlagen allein Bewilligungsträger ist[476]. Bei kollektiven Kapitalanlagen, die fremdverwaltet sind, ergibt sich gemäss Art. 17 Abs. 2 lit. a BEHV-FINMA allerdings eine doppelte Meldepflicht, sofern die zur Meldung verpflichtete Fondsleitung mehrere kollektive Kapitalanlagen verwaltet:

- Zunächst muss für meldepflichtige Bestände jeder kollektiven Kapitalanlage eine einzelne Meldung erstattet werden[477]. Dabei werden Teilvermögen von Umbrella-Fonds gemäss Art. 17 Abs. 2 lit. d BEHV-FINMA jeweils wie eine selbständige kollektive Kapitalanlage betrachtet, sodass für jedes derartige Teilvermögen eine selbständige Meldung gemacht werden muss.

- Zusätzlich muss der Bewilligungsträger, der als Fondsleitung mehrere kollektive Kapitalanlagen betreut bzw. im Rahmen seines Umbrella-Fonds mehrere Teilvermögen eines Fonds verwaltet, eine konsolidierte Meldung für alle von ihm verwalteten Formen der kollektiven Kapitalanlage abgeben[478].

Die Meldepflicht der Fondsleitung für alle von ihr verwalteten kollektiven Kapitalanlagen ist insofern sachgerecht, als eine Fondsleitung, die mehrere kollektive Kapitalanlagen führt bzw. verwaltet, die Stimmrechte, die den einzelnen Fonds zukommen, normalerweise im Sinne einer einheitlichen Strategie ausübt[479]. Die zusätzliche Meldepflicht der einzelnen kollektiven Kapitalanlagen dagegen ist m.E. sinnvoll, da die einzelnen kollektiven Kapitalanlagen trotz ihrer Zugehörigkeit zu einer einzigen Fondsleitung bzw. Fondsgruppe unterschiedliche Anlageziele und -stile aufweisen können[480], sodass die Publikumsaktionäre durch die Meldung der einzelnen kollektiven Kapitalanlagen wertvolle Informationen über die Ziele erhalten, welche die betreffende kollektive Kapitalanlage mit ihrer Beteiligung bzw. ihrem Stimmenanteil verfolgt.

---

476 Baker & McKenzie, KAG, S. 131.

477 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.5; soweit die betreffende kollektive Kapitalanlage selbst Bewilligungsträger ist, muss diese Meldung von den Organen der betreffenden kollektiven Kapitalanlage selbst gemacht werden (ausgenommen ist der fremdverwaltete SICAV, bei dem die Meldung von der Fondsleitung erstattet werden muss). Bei den übrigen Formen der kollektiven Kapitalanlage und beim fremdverwalteten SICAV muss diese Meldung von der Fondsleitung gemacht werden.

478 Eine Depotbank, die mehrere kollektive Kapitalanlagen betreut, hat dagegen keine derartige Pflicht, da sie selbst keinen Einfluss auf die Verwaltung der Vermögen bzw. die Ausübung der Stimmrechte nimmt; Jahresbericht 2002 Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.4.

479 Vgl. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 124 zu Art. 20 BEHG. Ein Beispiel einer derartigen Gruppe verschiedener Anlagefonds wird in der Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech erwähnt; vgl. von der Crone (1995), S. 67; Cereghetti (1995), S. 286 f.; dies verpflichtet Fondsleitungen, die eine grosse Anzahl von Fonds verwalten (z.B. Fidelity), zu einer täglich genauen Abrechnung über die Bestände in allen von ihnen verwalteten Fonds; vgl. Gotschev (2005), S. 100 f.

480 So verfügen gerade grosse Fondsgruppen häufig über völlig unterschiedliche Fonds (langfristige Investments, event-driven Investments, Indexfonds etc.), die von unterschiedlichen Asset Managers verwaltet werden und daher zum Teil eine divergierende Anlagepolitik aufweisen.

Soweit eine Fondsleitung zu einem Konzern gehört, wie z.B. eine Fondsleitung, die von einer Bank beherrscht wird, so werden die von der Fondsleitung gemeldeten Beteiligungen nicht mit Beständen der betreffenden Muttergesellschaft addiert, da eine derartige Konsolidierungspflicht von Art. 17 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA ausdrücklich ausgeschlossen wird[481]. Diese Regelung entspricht der Grundkonzeption kollektiver Kapitalanlagen: Die Fondsleitung muss diese im Interesse der Anleger verwalten und darf weder Vermögens- noch Mitgliedschaftsrechte zugunsten der Interessen ihrer Muttergesellschaft ausüben.

6.2 Ausländische kollektive Kapitalanlagen

Die oben dargestellten Regeln gelten gemäss Art. 17 Abs. 1 BEHV-FINMA auch für ausländische kollektive Kapitalanlagen, sofern sie eine Bewilligung zum Vertrieb in der Schweiz haben[482]. Zusätzlich gelten diese Bestimmungen gemäss Art. 17 Abs. 3 BEHV-FINMA auch für ausländische kollektive Kapitalanlagen, die nicht über eine Bewilligung zum Vertrieb in der Schweiz verfügen, aber gegenüber der Offenlegungsstelle Weise nachweisen, dass sie die Ausübung von Stimmrechten an Aktien, welche die betreffende kollektive Kapitalanlage hält, von der Muttergesellschaft der Fondsteilung unabhängig ist, und diese Unabhängigkeit von der für diese kollektive Kapitalanlage zuständigen Aufsichtsbehörde bestätigt wird[483].

Verfügt eine ausländische kollektive Kapitalanlage nicht über eine Bewilligung für den Vertrieb in der Schweiz und kann auch den oben erwähnten Unabhängigkeitsbeweis nicht erbringen, so sind die normalen Regeln für die Meldepflicht anwendbar. Sofern es sich um eine kollektive Kapitalanlage handelt, die als Gesellschaft konstituiert worden ist, gelten die Regeln, die bei Gesellschaften anzuwenden sind[484]. Wenn die betreffende kollektive Kapitalanlage als Treuhandanlage oder Trust organisiert ist, sind dagegen die Regeln über die Meldepflicht bei Treuhandverhältnissen und Trusts anwendbar[485].

Die Meldepflicht trifft auch bei den ausländischen kollektiven Kapitalanlagen den Bewilligungsträger bzw. die mit dem Bewilligungsträger im Sinne des KAG vergleichbaren Personen. Die Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalgesellschaften in der Schweiz haben dagegen keine Meldepflichten[486].

---

481 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.5; Iffland/Gilliard (2007), S. 375.

482 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.4.1.

483 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.6; Iffland/Gilliard (2007), S. 375.

484 Dazu im Einzelnen Ziff. II.D.2.1; wenn die betreffende Gesellschaft nicht von einem einzelnen Aktionär beherrscht wird, muss sie selber die Meldepflicht erfüllen; wird sie von einem Aktionär beherrscht, so hat dieser seinen Aktienbesitz zu melden, da ihm der Aktienbesitz der betreffenden Gesellschaft als indirekter Besitz angerechnet wird.

485 Dazu im Einzelnen Ziff. II.D.2.3.

486 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.5.4.2.

6.3 Bankinterne Sondervermögen

Obwohl bankinterne Sondervermögen im Sinne von Art. 4 KAG mindestens in wirtschaftlicher Hinsicht grosse Ähnlichkeit mit Anlagefonds aufweisen, da sie ebenfalls der kollektiven Anlage dienen[487], werden sie gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 3 BEHV-FINMA nicht selbständig meldepflichtig; ihre Bestände müssen vielmehr von der Bank zusammen mit den Eigenbeständen der betreffenden Bank gemeldet werden[488]. Als Konsequenz dieser Regelung werden auch die einzelnen Anleger, die an einem bankinternen Sondervermögen beteiligt sind, nicht meldepflichtig, obwohl sie Miteigentümer an dem als Sammeldepot ausgestalteten Sondervermögen sind[489]. Diese Regelung ist sachlich richtig, da einerseits die Anleger auf die Ausübung der Stimmrechte keinen Einfluss haben und andererseits auch keine selbständige Fondsleitung besteht, welche die Stimmrechte ausüben könnte, sondern die Bank selbst die Stimmrechte wahrnimmt, wie wenn sie die Aktien in einer Nostroposition halten würde[490].

---

487 Vgl. zum Begriff des bankinternen Sondervermögens: Steiner (1999), S. 129 ff.

488 Weber, BSK, N. 82 zu Art. 20 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 55 f. zu Art. 20 BEHG; Kistler (2001), S. 170 f.; Mettier (1999), S. 159 f.; Gotschev (2005), S. 98; EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.4.3.

489 Gotschev (2005), S. 98.

490 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 123 zu Art. 20 BEHG.

E. GRUPPEN

Der Meldepflicht unterliegen gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG nicht nur Einzelpersonen, sondern auch Gruppen von Personen, die „in gemeinsamer Absprache" Aktien erwerben bzw. halten[491]. Mit der Meldepflicht von Gruppen wird vermieden, dass die Meldepflicht bezüglich wesentlicher Beteiligungen durch das Zusammenwirken mehrerer Aktionäre bzw. die Verteilung einer Gesamtposition auf mehrere Aktionäre umgangen werden kann[492].

In der Schweiz werden eine grosse Zahl von Gesellschaften durch untereinander vertraglich verbundene Familienmitglieder oder Investorengruppen beherrscht[493]. Daher könnten die tatsächlichen Beherrschungsverhältnisse bei kotierten Gesellschaften ohne Meldepflicht der Gruppen gar nicht richtig abgebildet werden[494].

1. Der Begriff der Gruppe

Gemäss Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA handeln Personen[495] in gemeinsamer Absprache bzw. als organisierte Gruppe[496], wenn sie ihre Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb bzw. die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten durch Vertrag oder andere Vorkehren abstimmen[497]. Gestützt auf den Zweckartikel des Börsengesetzes, wird der Begriff der Gruppe von der Offenlegungsstelle wie auch der FINMA breit ausgelegt, um so für die Anleger grösstmögliche Transparenz sicherzustellen[498].

Obwohl Art. 31 BEHV-FINMA bezüglich des für die Angebotspflicht im Sinne von Art. 32 BEHG massgebenden Gruppenbegriffes auf Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA, d.h. die Definition der Gruppe im Rahmen der Meldepflicht,

---

491 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 1; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 57 ff. zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz (1998), S. 53; Lüchinger (2004), S. 256.

492 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 225 zu Art. 20 BEHG; Tschäni (2004a), S. 96; Hofstetter (1998c), S. 286; Nobel (2008b), S. 928; Gotschev (2005), S. 49.

493 Mettier (1999), S. 119; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 201 zu Art. 20 BEHG. Die Meldung von Gruppen stellt nach den statistischen Erhebungen der Offenlegungsstelle SWX einen erheblichen Teil der Meldungen dar; im Jahr 2004 waren gemäss diesen Angaben rund 30% der Meldungen Gruppenmeldungen; Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle der SWX, Ziff. 4.2.

494 Kritisch zur Erfassung „aktiver Aktionäre" als Gruppe vgl. Gotschev (2005), S. 44 ff.

495 Die Gesellschaft kann ebenfalls Mitglied einer Gruppe sein, wenn sie mit anderen Aktionären eine entsprechende Bindung eingegangen ist; Höhn (2008), S. 31.

496 In der Lehre wird zum Teil zwischen der Gruppenbildung und dem Handeln in gemeinsamer Absprache differenziert; von der Crone (1996), S. 71; Hirsch (1996), S. 86; vgl. zu dieser Kontroverse Gotschev (2005), S. 136; in der Praxis von Offenlegungsstelle und FINMA spielt diese Unterscheidung keine Rolle, da das Handeln in gemeinsamer Absprache von Offenlegungsstelle und FINMA als Kriterium für die Gruppenbildung betrachtet wird: Tschäni (2004a), S. 197 m.w.H. Kritisch zu dieser Entwicklung Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 202 ff. zu Art. 20 BEHG, wobei er allerdings einräumt, dass die Differenzierung in der Praxis zu grossen Schwierigkeiten führen würde.

497 Gotschev (2005), S. 137; vgl. Kistler (2001), S. 190.

498 BGE II.174/2001.

verweist, ist die Auslegung des Gruppenbegriffes für den Bereich der Pflichtangebote wesentlich enger und beschränkt sich auf Gruppen, die zum Zwecke der Beherrschung errichtet werden bzw. existieren. Diese Differenzierung des Gruppenbegriffs ist sachlich gerechtfertigt, da die Angebotspflicht wesentlich stärker in die Position eines Aktionärs eingreift als die blosse Meldepflicht[499]. Konsequenz der unterschiedlichen Definition der Gruppe ist, dass in der Praxis nicht jede Gruppe, die einen Bestand von über 33 1/3 % meldet, auch tatsächlich der Angebotspflicht unterliegt.

2. Koordination und Unterordnung unter die Gruppe

Zentral für die Qualifikation einzelner Aktionäre als Gruppe im Sinne von Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA ist die Koordination zwischen den Gruppenmitgliedern im Hinblick auf Erwerb bzw. Veräusserung von Aktien oder auf das Stimmverhalten, d.h. die Unterordnung der einzelnen Aktionäre unter den Willen bzw. die Regeln der Gruppe[500] und das Erreichen eines gemeinsamen Ziels[501] durch den Einsatz des Aktienbestandes der einzelnen Aktionäre. Die Grundlage dieser Koordination ist dagegen aufgrund der sehr offenen Formulierung von Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA irrelevant, sodass es nicht erheblich ist, ob die Unterordnung des Aktionärs unter die Gruppe auf einem rechtsverbindlichen Vertragsverhältnis oder auf anderen Umständen basiert[502]. Irrelevant ist auch die Dauer des koordinierten Verhaltens; entscheidend ist allein, dass die Koordination zwischen einzelnen Aktionären bzw. die Unterordnung der einzelnen Aktionäre unter den Willen der Gruppe in einem bestimmten Zeitpunkt vorliegt; auch wenn Koordination bzw. Unterordnung nur kurze Zeit aufrechterhalten werden, um die konkreten Ziele der Gruppe zu erreichen[503], ändert dies nichts daran, dass mit dem Beginn der Koordination eine meldepflichtige Gruppe gebildet wurde[504].

Die Gruppenbildung weist zum Teil Parallelen zum indirekten Erwerb bzw. indirekten Halten von Aktien auf[505], da auch bei diesem Tatbestand verschiedene Personen zusammenwirken. So wirken im Falle eines Treuhandverhältnisses z.B. Treugeber und Treuhänder zusammen oder im Falle eines Beherrschungsverhältnisses die beherrschende Person und eine oder mehrere beherrschte juristische Personen. Kriterium der Unterscheidung ist der Grund des Zusammenwirkens: Beim indirekten Erwerb bzw. Halten von Aktien sind die beteiligten Personen alle im Interesse der wirtschaftlich berechtigten Person tätig. Bei der Gruppenbildung hingegen wirken die beteiligten Personen

499 BGE 130.II.56 ff.; vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.J.3.3.1.

500 BGE 130 II.55; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4); Kistler (2001), S. 198 ff.; Mettier (1999), S. 126; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 228 ff. zu Art. 20 BEHG.

501 Diese Unterordnung unter einem gemeinsamen Ziel ist das Kernelement einer Gruppe: Höhn (2008), S. 33 f.

502 Weber, BSK, N. 66 ff. zu Art. 20 BEHG; Nobel (1998a), S. 306; Zobl (1998), S. 53; Röthlisberger (1998), S. 115 ff.; Gotschev (2005), S. 141; Höhn (2008), S. 35.

503 Z.B. um eine Abstimmung oder Wahl an einer Generalversammlung im Sinne der Gruppenmitglieder zu entscheiden.

504 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 229 zu Art. 20 BEHG; vgl. Weber, BSK, N. 67a f. zu Art. 20.

505 Vgl. dazu Ziff. II.D.4.

aus eigenem Interesse zusammen und ordnen sich der Gruppe nur unter, um diese Interessen besser zu verfolgen, wobei der Willensbildungsvorgang entweder alle Gruppenmitglieder einbezieht oder sich einzelne Gruppenmitglieder mit geringem Bestand dem Beschluss des führenden Mitglieds anschliessen[506]. Wie in Ziff. II.E.3.1.6 hinten gezeigt, ist diese Unterscheidung von der EBK in Bezug auf Konzernverhältnisse aber nicht konsequent durchgeführt worden, da Konzerne als Gruppen erfasst werden, obwohl die einzelnen Konzerngesellschaften ihre Aktienbestände letztlich im Interesse der Konzernobergesellschaft halten und diese allein den Willen des Konzerns bildet, womit eigentlich der Tatbestand des indirekten Erwerbs erfüllt ist.

3. Kasuistik

Aufgrund der vorne dargestellten Grundsätze werden Aktionäre einer Gesellschaft insbesondere in folgenden Situationen als Gruppe erfasst[507]:

3.1 Koordination des

3.1.1 Aktionärbindungsverträge mit Stimmbindung

Aktionäre, die einen Aktionärbindungsvertrag abgeschlossen haben, der eine Stimmbindung bzw. eine Koordination der Stimmrechtsausübung vorsieht[508], gelten als Gruppe[509]. Derartige Vereinbarungen, welche die Stimmabgabe entweder direkt vertraglich regeln[510] oder spezielle Regeln zur Ermittlung des gemeinsamen Willens beinhalten[511], stellen den klassischen Fall einer rechtlich verbindlichen Abstimmung des Stimmrechtsverhaltens im Sinne von Art. 10 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA dar, bei der eine klare Unterordnung des individuellen Verhaltens unter die Willensbildung der Gruppe besteht[512].

---

506 Röthlisberger (1998), S. 115; Weber, BSK, N. 67a f. zu Art. 20 BEHG; Druey (1997), S. 40 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 211 zu Art. 20 BEHG.

507 Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 13; Tschäni (2004a), S. 183 f.

508 Art. 10 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 60 zu Art. 20 BEHG. Ein Beispiel einer derartigen Vereinbarung ist z.B. der in der Empfehlung der UEK vom 4. Juni 2004 i.S. Vontobel Holding beschriebene Aktionärspool oder der in der Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Büro-Fürrer beschriebene Aktionärbindungsvertrag der Familie Fürrer.

509 Verfügung der EBK vom 12. Juli 2006 i.S. Romande Energie Holding (E.8). Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (Sachverhaltsdarstellung G); Weber, BSK, N. 70 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 237 ff. zu Art. 20 BEHG; Hofstetter (1998c), S. 292; Tschäni (2004a), S. 200; Kistler (2001), S. 208 ff.; Mettier (1999), S. 124; Höhn (2008), S. 37; eine Gruppe kann auch zwischen Aktionären und der Gesellschaft entstehen, wenn sich Aktionäre gegenüber der Gesellschaft verpflichten, ihr Stimmrecht in einer bestimmten Art auszuüben; Verfügung der EBK vom 29. Mai 2008 i.S. Sulzer (E.40 ff.).

510 Z.B. Verpflichtung der Poolmitglieder, bestimmte im Vertrag genannte Personen als Verwaltungsratsmitglieder zu wählen.

511 Z.B. Vorversammlung der Poolmitglieder zur Festlegung des Abstimmungsverhaltens vor jeder Generalversammlung.

512 Gotschev (2005), S. 146; Kistler (2001), S. 209 f.

In der Praxis existieren auch Aktionärsbindungsverträge, bei denen sich die Stimmbindung nicht auf sämtliche Aktien bezieht, die sich im Besitz der Vertragsparteien befinden. Eine solche Ausgestaltung eines Aktionärbindungsvertrages ist vor allem dann sinnvoll, wenn im Rahmen einer Aktionärsgruppe die Stimmenmehrheit an einer Gesellschaft sichergestellt werden soll. Kann dieses Ziel erreicht werden, ohne dass alle Aktien der betreffenden Parteien einbezogen werden, ist es möglich, die vertragliche Bindung auf den Teil des Aktienbestandes der Parteien zu beschränken, der zur Mehrheitsbildung notwendig ist; die übrigen Bestände der Parteien, die nicht zur Mehrheitsbildung notwendig sind, stehen dann zur freien Verfügung der Parteien, d.h. können veräussert werden und unterstehen auch keiner Stimmbindung. Entgegen der zum Teil in der Literatur geäusserten Auffassung[513] müssen diese „freien" Aktien, obwohl sie nicht vom Aktionärbindungsvertrag erfasst werden, dem Bestand der Gruppe zugerechnet werden, da davon auszugehen ist, dass sich ein Aktionär bei der Ausübung seiner Stimmrechte an den „freien" Aktien nicht anders entscheiden wird als bezüglich der im Aktionärbindungsvertrag verhafteten Titel[514].

3.1.2 Gruppenbildung durch bewusst abgestimmtes Verhalten

Aktionäre bilden auch dann eine Gruppe, wenn sie zwar keinen formellen Aktionärbindungsvertrag mit Stimmrechtsbindung abgeschlossen haben, aber ihr Abstimmungsverhalten anderweitig koordinieren, um so ihre Stimmkraft in der Generalversammlung zu bündeln[515]. Eine meldepflichtige Gruppe liegt dementsprechend vor, wenn einzelne Aktionäre ihr Stimmrechtsverhalten in dem Sinne koordinieren, dass sie ihr Stimmrecht nicht mehr aufgrund eines individuellen Entscheides ausüben, sondern sich dem Willen der Gruppe unterordnen und gemäss der Willensbildung der Gruppe abstimmen[516]. Diese be-

---

513 Böckli (1998b), S. 239 f.

514 Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E.II.A.1.1); Empfehlung der UEK vom 24. November 2004 i.S. Helvetia (E.3.4); Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 243 zu Art. 20 BEHG; Lüchinger (2004), S. 259 f.; Kistler (2001), S. 210 ff.; Iffland/Vaisy (2000), S. 134; differenziert Mettier (1999), S. 131 f., die nur eine Vermutung dafür aufstellt, dass die ausserhalb der Gruppe gehaltenen Aktien zum Bestand gezählt werden müssen, jedoch den Gegenbeweis offenlassen will, wenn es bezüglich dieser Aktien zu einer individuellen Willensbildung und Ausübung von Stimmrechten kommt; m.E. ist eine derartige differenzierte Sicht der Gruppenbildung auf einer theoretischen Ebene zwar überzeugend, in der Praxis aber wäre sie nicht umsetzbar und würde Umgehungstransaktionen ermöglichen. Die differenzierte Betrachtung würde insbesondere auch bei den hinten behandelten Aktionärsgruppen, die nicht auf einem formellen Aktionärbindungsvertrag basieren, zu Anwendungsproblemen führen, da bei dieser Art von Gruppe überhaupt nicht mehr zwischen Aktienbeständen innerhalb und ausserhalb der Gruppe unterschieden werden kann. Vgl. zur Auseinandersetzung in der Lehre zusammenfassend Gotschev (2005), S. 148 ff.; Iffland (2004), S. 148. Die Offenlegungsstelle der SWX geht ebenfalls davon aus, dass die „freien" Aktien der Gruppe zuzurechnen sind, ist aber bereit, in besonderen Konstellationen von dieser Zurechnung abzusehen; dies dürfte wohl dann der Fall sein, wenn ein Mitglied der Gruppe sich mit seinen freien Aktien konstant anders verhält als mit den gebundenen Aktien; Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle der SWX, Ziff. 3.2.2.

515 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 (E.75); Weber, BSK, N. 72 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 244 zu Art. 20 BEHG; Lüchinger (2004), S. 256 f.; Tschäni (2004a), S. 198; Mettier (1999), S. 125 f.; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3.3).

516 Gotschev (2005), S. 142; Mettier (1999), S. 126; Kistler (2001), S. 198 ff.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 228 zu Art. 20 BEHG.

wusste Unterordnung der individuellen Willensbildung unter die Gruppe ist das entscheidende Kriterium für die Gruppenbildung durch abgestimmtes Verhalten, das die Gruppe vom nicht meldepflichtigen Parallelverhalten unterscheidet[517]. Unerheblich ist, ob diese Unterordnung rechtlich verbindlich vereinbart worden ist. Die Meldepflicht wird bereits dann ausgelöst, wenn die Beteiligten ihren Bindungswillen durch konkludentes Verhalten ausdrücken oder im Sinne eines „Gentleman's Agreement" in unverbindlicher Weise zum Ausdruck bringen, sofern die Beteiligten aufgrund der tatsächlichen Umstände damit rechnen können, dass alle in diese Gruppe einbezogenen Aktionäre ihr Verhalten tatsächlich nach dem Gruppenwillen ausrichten[518].

Die meldepflichtige Gruppenbildung durch bewusst abgestimmtes Verhalten muss vom blossen Parallelverhalten der Aktionäre, das nicht meldepflichtig ist, abgegrenzt werden. In theoretischer Sicht ergibt sich die Abgrenzung aus dem oben dargestellten Kriterium der Unterwerfung unter den Gruppenwillen. Beim blossen Parallelverhalten üben die Aktionäre ihre Aktionärsrechte aufgrund eigener Interessen in gleicher Weise aus, beim abgestimmten Verhalten dagegen üben sie ihre Rechte in gleicher Weise aus, weil sie sich dem Gruppenwillen unterordnen bzw. diesem folgen. Ob ein Aktionär sein Verhalten dem Willen der Gruppe unterordnet, ist allerdings eine innere Tatsache, die – beim Fehlen schriftlicher Vereinbarungen – nicht direkt nachgewiesen werden kann. Aus diesem Grund muss die Abstimmung des Verhaltens bzw. die Unterordnung unter den Gruppenwillen in Zweifelsfällen aufgrund von Indizien bzw. dem tatsächlichen Verhalten der Beteiligten nachgewiesen werden[519]. Soll die Existenz einer Gruppe bewiesen werden[520], so müssen Indizien zeigen, dass das parallele Verhalten der Beteiligten nur mit Blick auf das Gruppeninteresse erfolgt und nicht etwa auf eigene Interessen zurückzuführen ist[521]. Damit ein derartiger Indizienbeweis geführt werden kann, muss die Koordination zwischen den Aktionären in jedem Fall eine gewisse Intensität und Institutionalisierung aufweisen, die über die Koinzidenz der Interessen der einzelnen Aktionäre zu bestimmten Sachfragen hinausgeht[522]. Das zufällige Parallelverhalten oder auch ein Parallelverhalten, das sich aufgrund gleicher Interessen ergibt, kann daher nicht als Bildung einer meldepflichtigen Gruppe qualifiziert werden[523], solange diese Zusammenarbeit nicht eine Intensität erreicht, die dazu führt, dass sich der einzelne Aktionär den Gruppeninteressen

---

517 BGE 130 II 55; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4); Kistler (2001), S. 198 ff.; Mettier (1999), S. 126; Schleiffer (2006), S. 135.

518 Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E.II.A.1); Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 244 zu Art. 20 BEHG; Tschäni (2004a), S. 202; zum Begriff: Kistler (2001), S. 212 f.

519 Vgl. BGE 130 II 550 f.; ausführlich zum Beweismass und zur Beweislast, Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 (E.60 ff.); Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3).

520 Die Beweislast liegt bei der Offenlegungsstelle bzw. der EBK: Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 (E.62).

521 Vgl. die Überlegungen des EFD im Fall Feldschlösschen (Einstellungsverfügung vom 19. November 2003), zusammenfassend dargestellt unter www.unige.ch/droit/cdbf/img/html/feldschlosschen-2.html (Oktober 2006); kritisch zur konkreten Würdigung des Falles: Gotschev (2005), S. 166 ff.; vgl. Iffland (2004), S. 44.

522 Mettier (1999), S. 125; Nobel (1998b), S. 94; Gotschev (2005), S. 150 ff.; vgl. Schleiffer (2006), S. 135.

523 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 (E.75).

unterordnet und diese Unterordnung im Verhalten erkennbar wird; diese Unterordnung wird klar, wenn Aktionäre z.B. über längere Zeit immer im gleichen Sinne abstimmen oder sich ein Abstimmungsverhalten nicht mit den eigenen Interessen der betreffenden Aktionäre erklären lässt[524].

Eine weite Auslegung des Gruppenbegriffes, die jedes Parallelverhalten auch ohne Nachweis der Unterordnung unter die Gruppe erfassen würde, würde nicht nur dem Wortlaut von Art. 10 BEHV-FINMA widersprechen, der eine bewusste Koordination verlangt[525], sondern auch dem Prinzip der freien Willensbildung in der Generalversammlung und würde verhindern, dass die Aktionäre in der Generalversammlung ein Gegengewicht zum Verwaltungsrat bilden können[526]. Damit die Generalversammlung ihre Rolle im Rahmen der Corporate Governance der Gesellschaft wahrnehmen kann, müssen die Aktionäre – ohne als Gruppe im Sinne von Art. 20 BEHG betrachtet zu werden – die Möglichkeit haben, auch vor der Generalversammlung ihre Absichten bekanntzugeben und andere Aktionäre zu einem bestimmten Stimmrechtsverhalten aufzufordern, um so gegen Anträge des Verwaltungsrates zu stimmen[527]. Andernfalls könnte die Generalversammlung ihrer Funktion – den Willen der Aktionäre gegenüber dem Verwaltungsrat auszudrücken – gar nicht mehr nachkommen[528]. Aktionäre können sich daher in einer Generalversammlung zur Bildung von Ad-hoc-Koalitionen entscheiden und in gleicher Weise abstimmen, ohne dass dies als Bildung einer Gruppe qualifiziert würde, solange sie aus eigenem Interesse für die entsprechende Position stimmen bzw. sich die individuelle Entscheidung über ihr Abstimmungsverhalten vorbehalten und sich nicht einer Bindung an Gruppeninteressen unterziehen[529].

Eine Gruppe im Sinne von Art. 20 BEHG entsteht daher auch nicht, wenn ein Aktionär seine Anträge vor der Generalversammlung bekanntgibt und die anderen Aktionäre öffentlich oder in Einzelkontakten auffordert, im Sinne seiner Anträge zu stimmen, da damit die anderen Aktionäre nur über ein Anlie-

---

524 Von der Crone (1996), S. 60; Weber, BSK, N. 67a f. zu Art. 20 BEHG; Lüchinger (2004), S. 257 spricht dagegen von „Intensität und Organisiertheit"; vgl. Tschäni (2004a), S. 198 und 207. Die UEK spricht in ihrer Empfehlung vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo ebenfalls von „einer gewissen Intensität" sowie einer „gewissen Verbindlichkeit" des Konsenses unter den betreffenden Aktionären, d.h. von der Aufgabe der reinen Selbstbestimmung zugunsten der kollektiven Willensbildung und der Verpflichtung im Sinne dieser kollektiven Willensbildung.

525 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 245 zu Art. 20 BEHG; Gotschev (2005), S. 156 f. spricht in diesem Zusammenhang von einer „bewussten interaktiven Kommunikation" zwischen den Gruppenmitgliedern.

526 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 245 zu Art. 20 BEHG.

527 Von der Crone (1996), S. 60 f.; vgl. Tschäni/Gotschev (2005), S. 139; Margiotta/Chabloz (2005), S. 204 f.; vgl. Watter/Rampini (2001), S. 20 ff.; Gotschev (2005), S. 157 f.; vgl. die Überlegungen der UEK in Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4); vgl. Höhn (2008), S. 38 f.

528 Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Ziff. 1 ff.

529 Hofstetter (1998c), S. 292; Tschäni (2004a), S. 198; Meier-Schatz (1998), S. 53; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4); vgl. dazu auch die Überlegungen des EFD in der Angelegenheit Feldschlösschen unter www.unige.ch/droit/cdbf/img/html/feldschlosschen-2.html (Oktober 2006); Höhn (2008), S. 38 f.

gen orientiert werden, aber in ihrer Willensbildung unabhängig bleiben[530]. Eine Ausdehnung der Meldepflicht auf derartige Kontakte bzw. generell auf Bemühungen eines Aktionärs, die Oppositionsbildung unter den Aktionäre zu fördern, würde letztlich dem Ziel der Corporate Governance entgegenlaufen. Gerade durch derartige Aktionen vor einer Generalversammlung können die Aktionäre ein Gegengewicht zum Verwaltungsrat schaffen, der durch den Versand von Informationsmaterial ebenfalls alle Aktionäre beeinflussen kann, ohne dass sich die Frage der Gruppenbildung stellt[531]. Die Grenze zur Gruppenbildung und zur bewussten Abstimmung der Stimmrechtsabgabe wird aber dann überschritten, wenn bestimmte Aktionäre das Recht zur freien Entscheidung aufgeben, indem sie vor einer Generalversammlung einem anderen Aktionär Zusagen über ihr Abstimmungsverhalten machen oder gemeinsam Anträge ausarbeiten und vereinbaren, diese zu unterstützen[532].

3.1.3 Gruppenbildung durch enge soziale Kontakte?

Die Übernahmekommission hat bei der Auslegung von Art. 10 BEHV-FINMA festgestellt, dass auch enge soziale Bindungen, wie insbesondere die gemeinsame Tätigkeit in einem Verwaltungsrat, eine enge Geschäftspartnerschaft oder familiäre Bindungen zur Entstehung einer Gruppe führen können. Nach der Argumentation der Übernahmekommission entsteht in einer derartigen Konstellation dann eine Gruppe, wenn die einzelnen Aktionäre aufgrund ihrer sozialen Bindungen nicht mehr frei über ihre Stimmrechte verfügen, sondern sich am Gruppenwillen orientieren[533]. Diese sehr weite Definition der Gruppe, die nur noch auf die Intensität sozialer Kontakte und nicht mehr auf eine Absprache abstellt, ist m.E. verfehlt[534], da der Begriff der gemeinsamen Absprache eine bewusste Koordination voraussetzt, die bei einem blossen sozialen Kontakt nicht entsteht. In diesem Sinne kann allein aus der Tatsache, dass enge Beziehungen zwischen verschiedenen Aktionären bestehen, die sich nicht direkt auf ihre Eigenschaft als Aktionäre beziehen, nicht auf eine Gruppe geschlossen werden, wenn nicht eine Absprache bezüglich der Ausübung von Aktionärsrechten nachgewiesen werden kann bzw. aus den Handlungen

---

530 Meier-Schatz (1998), S. 53; Tschäni (2004a), S. 203; vgl. zu dieser Problematik Watter/Rampini (2001), S. 21; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4); BGE 130 II 555; Gotschev (2005), S. 157 ff.; Mettier (1999), S. 126, die allerdings auch regelmässige Treffen von konsultativem Charakter von der Meldepflicht ausnehmen will, um den Aktionären die Bildung eines Gegengewichtes gegenüber dem Verwaltungsrat zu ermöglichen; vgl. zu diesem Gedanken auch von der Crone (1995), S. 68; m.E. geht diese Ansicht allerdings zu weit, da regelmässige Treffen mit Besprechung des Parallelverhaltens doch ein Indiz für Gruppenbildungen sind, da sich in diesem Rahmen ein faktischer Zwang zum koordinierten Abstimmungsverhalten ergibt, weshalb mindestens dann eine Gruppe anzunehmen ist, wenn die betreffenden Aktionäre tatsächlich jeweils im gleichen Sinne abstimmen.

531 Iffland (2004), S. 170 f.; Gotschev (2005), S. 159.

532 Watter/Rampini (2001), S. 21.

533 Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech (E.2.2.2); Empfehlung der UEK vom 24. August 2004 i.S. Société des Gares Frigorifiques (E.1.2.3); Empfehlung der UEK vom 30. März 2005 i.S. Companie Vaudoise d'Electricité (E.2.1.1); vgl. Höhn (2008), S. 43, die Ansicht vertritt, dass die Verwaltungsratsmitglieder einer Gesellschaft eine Gruppe bilden.

534 Kritik bei Iffland (2004), S. 160; Nobel (2004b), S. 967 f.; Gotschev (2005), S. 138 f.

der betroffenen Personen ersichtlich wird[535]. Daher führt auch der Umstand, dass Aktionäre der gleichen Familie angehören, nicht zur Gruppenbildung, solange keine Abrede zwischen den einzelnen Familienmitgliedern besteht[536]. Auch die Mitglieder des Verwaltungsrates bzw. des Managements einer Gesellschaft, die Aktien halten, bilden daher nicht automatisch eine Gruppe: Allein der Umstand, dass sie in der Gesellschaft tätig sind, führt nicht zur Gruppenbildung, da es an der Abstimmung zwischen den Beteiligten fehlt und sie frei bleiben, ihre Aktienstimmen im eigenen Interesse auszuüben[537]. Eine Gruppenbildung ergibt sich unter diesen Personen nur bei einer entsprechenden Vereinbarung bzw. bei der bewussten Abstimmung des Verhaltens als Aktionär.

3.1.4 Erbengemeinschaften, Familienbesitz

Werden Aktien von einer Erbengemeinschaft gehalten, so bildet diese eine meldepflichtige Gruppe[538], da die Erben im Rahmen der Erbengemeinschaft nur gemeinsam über die betreffenden Aktien verfügen können und entsprechend auch die Rechte an diesen Aktien gemeinsam ausüben. Die Meldepflicht entsteht bei Erbengemeinschaften unmittelbar mit dem Tod des Erblassers, da mit dessen Tod die Rechte an den Aktien auf die Erben übergehen, selbst wenn in diesem Zeitpunkt der Umfang der Erbengemeinschaft mangels allfälliger Testamentseröffnung noch nicht im Detail feststeht[539].

Die Tatsache allein, dass verschiedene Mitglieder einer Familie Aktien einer bestimmten Gesellschaft halten, führt dagegen trotz verwandtschaftlicher Bindung nicht zu einer Gruppenbildung, da durch die verwandtschaftlichen Beziehungen allein keine Verpflichtungen in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten entstehen[540]. Selbstverständlich bilden Familienmitglieder aber dann eine Gruppe, wenn sie bezüglich ihrer Aktien eine vertragliche Bindung eingehen oder ihr Stimmverhalten nach den vorne dargestellten Grundsätzen abstimmen, um so auf die Strategie bzw. die Besetzung des Verwaltungsrates der betreffenden Gesellschaft Einfluss zu nehmen[541].

---

535 Vgl. Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4.2).

536 Jahresbericht 2000 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1.3.5.

537 Tschäni (2004a), S. 225 f.; Gotschev (2005), S. 166; vgl. BGE 130 II 559 f.

538 Vgl. Jahresbericht 2000 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.3; Gotschev (2005); S. 159; a.M. Kistler (2001), S. 236.

539 Gotschev (2005), S. 159; vgl. Jahresbericht 2000 Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.3.

540 Jahresbericht 2000 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.5; Lüchinger (2004), S. 259; Tschäni (2004a), S. 206; Nobel (2004b), S. 928 f.

541 Vgl. für ein Beispiel einer derartigen Gruppenbildung unter Familienmitgliedern: Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Büro-Fürrer (Sachverhaltsdarstellung); Jahresbericht 2000, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.5; etwas undifferenziert noch SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 13; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 256 zu Art. 20 BEHG; Tschäni (2004a), S. 206.

3.1.5 Banken/Vermögensverwalter und Kunden

Banken und Vermögensverwalter bilden mit ihren Kunden allein aufgrund der Kundenbeziehung keine Gruppe[542]. Die Kunden eines Vermögensverwalters bzw. einer Bank bilden aber dann eine Gruppe, wenn der betreffende Vermögensverwalter das Abstimmungsverhalten seiner Kunden koordiniert, um damit die betreffende Gesellschaft zu beeinflussen oder sogar zu beherrschen.

3.1.6 Konzernverhältnisse und Unternehmensgruppen

Werden verschiedene juristische Personen zu einem Konzern zusammengefasst, da eine Konzernobergesellschaft oder eine natürliche Person diese durch die Mehrheit von Stimmrechten oder Kapitalanteilen oder auf andere Weise beherrscht, so bilden sämtliche beteiligten juristischen und natürlichen Personen gemäss Art. 10 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA eine Gruppe[543]. Für den Bestand einer meldepflichtigen Gruppe ist es irrelevant, ob die betreffenden Unternehmen tatsächlich unter einer einheitlichen Leitung stehen oder ob die einzelnen Gesellschaften in ihren geschäftlichen Entscheiden autonom geblieben sind; entscheidend ist allein die Möglichkeit einer einheitlichen Führung durch die Beherrschung der betreffenden Gesellschaften[544].

Die Beherrschung bzw. die Möglichkeit zur Führung ist in jedem Fall gegeben, wenn die Obergesellschaft bzw. die beherrschende Person die Stimmenmehrheit an der beherrschten Gesellschaft hält[545]. Andere Formen der Beherrschung können aber ebenfalls zur Gruppenbildung im Rahmen von Konzernverhältnissen und Unternehmensgruppen führen: Nach der Praxis der Offenlegungsstelle SIX liegt ein Konzern nicht nur vor, wenn die Obergesellschaft bzw. die beherrschende natürliche Person direkt oder indirekt eine Mehrheit an den Stimmrechten einer anderen Gesellschaft hält. Auch eine starke Minderheitsbeteiligung kann zur Beherrschung führen, wenn sie die entscheidende Stimmkraft an der Generalversammlung verleiht, weil sich die übrigen Aktien in Streubesitz befinden[546]; dazu genügt allerdings nicht, dass ein Aktionär mit einer Minderheitsbeteiligung an einer schlecht besuchten Generalversammlung einmal die Mehrheit der Stimmen hält. Da die Gruppenbildung eine gewisse Institutionalisierung und Konstanz voraussetzt, kann eine Gruppe nur vorliegen, wenn der betreffende Aktionär regelmässig an der Generalversamm-

---

542 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Swiss Value (E.1).

543 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 1; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 249 ff. zu Art. 20 BEHG; Hofstetter (1998c), S. 292; Gotschev (2005), S. 152 ff.; Höhn (2008), S. 42 f.

544 BGE 2A. 174/2001; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 1; Nobel (2003), S. 282; Wey (2002), S. 190 ff.; Tschäni (2004a), S. 208; Gotschev (2005), S. 152, spricht in diesem Sinne von einer „Fiktion" der Gruppe bei Konzernen; m.E. ist dieser Gedanke richtig, zeigt aber letztlich klar, dass bei Konzernen ein auf der Beherrschung basierender Fall indirekten Aktienbesitzes und keine Gruppenbildung mit einem gemeinsamen und freiwilligen Zusammenwirken einzelner Aktionäre vorliegt.

545 Mettier (1999), S. 130; ein Beispiel einer Gruppe von Gesellschaften, die von einer natürlichen Person beherrscht wird, findet sich in der Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1).

546 Mitteilung der Offenlegungsstelle der SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 2; vgl. Tschäni (2004a), S. 209; Gotschev (2005), S. 154 f.

lung eine entsprechende Mehrheit hat und deshalb auch tatsächlich die Leitungsorgane bestimmen kann. Eine Beherrschung, die zur Gruppenbildung führt, kann sich allerdings auch daraus ergeben, dass ein Aktionär aufgrund vertraglicher oder statutarischer Rechte eine Gesellschaft beherrscht, ohne eine Kapital- und Stimmenmehrheit zu halten[547].

Problematisch ist dagegen die von der Offenlegungsstelle der SIX geäusserte Ansicht, dass eine Gruppe allein schon dadurch entsteht, dass die Verwaltungsräte von verschiedenen Aktiengesellschaften teilweise mit den gleichen Personen besetzt sind[548]. Wenn nicht weitere Umstände vorliegen, die eine Gruppenbildung nahelegen, wie z.B. eine starke Kreuzbeteiligung und ein gemeinsamer starker Minderheitsaktionär, kann eine derartige personelle Verflechtung m.E. aber nicht zu einer Gruppenbildung führen: Die betreffenden Verwaltungsratsmitglieder müssen gemäss Art. 717 OR bei jedem ihrer Mandate allein die Interessen der betreffenden Gesellschaft selbst wahren und müssen bei Interessenkonflikten in Ausstand treten, was eine Gruppenkoordination ausschliesst[549].

Der Gruppentatbestand des Konzernverhältnisses überschneidet sich im Übrigen häufig mit dem Tatbestand des indirekten Erwerbs im Rahmen von Konzern- und Beherrschungsverhältnissen gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. a BEHV-FINMA[550], was in der Praxis letztlich aber nur geringe Konsequenzen hat, da die Meldepflicht in beiden Fällen in gleicher Weise durch die beherrschende Person bzw. die Konzerngesellschaft erfüllt wird[551]. Die Offenlegungsstelle der SIX löst diese Überschneidung dadurch, dass sie Konzerne immer auf der Grundlage von Art. 10 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA als Gruppen erfasst und entsprechende Gruppenmeldungen verlangt und nur bei Gesellschaftsstrukturen, die zur Strukturierung des Vermögens von Privatpersonen verwendet werden, ein indirektes Halten der betreffenden Privatperson annimmt[552]. Dogmatisch richtig wäre es allerdings, auch Konzerne konsequent unter dem Ge-

---

547 Derartige statutarische Rechte existieren vor allem zugunsten von Gemeinwesen bei Gesellschaften im halböffentlichen Bereich (vgl. die Statuten der Wasserwerke Zug AG); ein Beispiel einer vertraglichen Beherrschung findet sich dagegen in der Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2004 i.S. Maag (E.3.3). In diesem Fall ging die UEK davon aus, dass die SPS als Anbieterin die Maag schon vor Durchführung des Angebotes bzw. dem Erwerb einer Beteiligung beherrschte, weil sie mit vier von sieben Verwaltungsratsmitgliedern der Maag einen Mandatsvertrag abgeschlossen hatte, gemäss dem diese Verwaltungsratsmitglieder die Interessen der SPS zu wahren hatten; vgl. Mettier (1999), S. 131.

548 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), Ziff. 2; kritisch Gotschev (2005), S. 155.

549 Vgl. Gotschev (2005), S. 155. Tatsächlich gibt es verschiedene Beispiele mit ähnlich zusammengesetzten Verwaltungsräten, bei denen mangels weiterer Bezugspunkte kaum jemand auf die Idee einer Gruppenbildung kommen könnte. So wiesen z.B. Vögele und Calida während einiger Zeit einen sehr ähnlichen Verwaltungsrat auf. Das Gleiche galt auch während einer bestimmten Zeit für SIG und Georg Fischer.

550 Vgl. Hofstetter (1998c), S. 292 f.

551 Wie hinten dargestellt, liegt der einzige praktische Unterschied darin, dass bei einer Qualifikation des Konzerns als Gruppe die Verschiebung von Aktien zu Konzerngesellschaften, die bisher keine Aktien hielten, als eine Änderung in der Zusammensetzung der Gruppe meldepflichtig wird.

552 Meier-Schatz, Kommentar zum Börsengesetz, N. 214 zu Art. 20 BEHG; vgl. BGE 2A.147/2001; Mitteilung der Offenlegungsstelle der SWX vom 29. November 2000 (III/00) Ziff. 1.

sichtspunkt des indirekten Erwerbs bzw. des indirekten Haltens von Aktien zu betrachten, da bei einem Konzern nicht wie bei der typischen Gruppe das Zusammenwirken verschiedener Aktionäre im Vordergrund steht, sondern die einheitliche Leitung durch die Obergesellschaft bzw. die natürliche Person, welche den Konzern beherrscht. Diese einheitliche Leitung ermöglicht es der Konzernobergesellschaft bzw. der beherrschenden Person letztlich, über sämtliche Stimmrechte, die von Konzerngesellschaften gehalten werden, zu bestimmen[553]. Wird das Konzernverhältnis als indirekter Erwerb bzw. als indirektes Halten von Aktien betrachtet, hat dies den Vorteil, dass die Verschiebung von Aktien im Rahmen eines Konzerns keine Meldepflicht auslöst, da die wirtschaftlich berechtigte Person, d.h. die Obergesellschaft, sich nicht ändert[554]. Soweit der Konzern dagegen als Gruppe betrachtet wird, führen Übertragungen von Aktien einer Konzerngesellschaft, die bisher keine Aktien hielt, zu einer Veränderung der Gruppe und müssen gemeldet werden[555].

Nicht zum meldepflichtigen Aktienbestand eines Konzerns gehören die von Pensionskassen gehaltenen Aktien, da Pensionskassen rechtlich selbständig sind und ihr Leitungsorgan auch paritätisch von Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretern besetzt wird, sodass der Arbeitgeber bzw. die Konzernobergesellschaft nicht allein über die Ausübung der Stimmrechte entscheiden kann[556]. Der Einbezug der von Pensionskassen gehaltenen Aktien in das Konzernverhältnis ist aber gerechtfertigt, falls – was bei ausländischen Formen der Personalvorsorge zum Teil vorkommt – die Personalvorsorgeeinrichtung nicht rechtlich verselbständigt, sondern nur ein Sondervermögen des betreffenden Unternehmens ist oder das Unternehmen die Mehrheit der Entscheidungsträger der Personalvorsorgeeinrichtung bestimmt. Eine Konsolidierungspflicht kann sich auch bei patronalen Stiftungen ergeben, deren Leitungsorgane allein vom betreffenden Konzern bestimmt werden, sofern nicht besondere Vorkehrungen getroffen werden, um sicherzustellen, dass die Stiftung bei der Ausübung von Stimmrechten vom Konzern unabhängig ist[557].

---

553 Vgl. Kistler (2001), S. 184 ff., der eigenständige Regeln für Konzerne vorschlägt, die aber letztlich zur Meldepflicht der beherrschenden Gesellschaft führen (S. 187), was mit dem vorne vertretenen Konzept wiederum identisch ist; vgl. Gotschev (2005), S. 155, der die Doppelerfassung als Folge des Versuchs der EBK sieht, sämtliche Schlupflöcher zu schliessen, letztlich aber auch für eine Streichung von Art. 15 Abs. 2 lit. c BEHV-EBK (heute Art. 10 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA) eintritt; a.M. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 214 zu Art. 27 BEHG.

554 Vgl. Tschäni (2004a), S. 208 f.

555 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. März 2000 (I/100); Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 252 zu Art. 20 BEHG; Gotschev (2005), S. 153; Kritik bei Tschäni (2004a), S. 208.

556 Hofstetter (1998c), S. 296; Tschäni (2004a), S. 206; Kistler (2001), S. 216 ff.; Höhn (2008), S. 45 f.; a.M. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 144 zu Art. 20 BEHG, der aufgrund der „faktischen Machtverhältnisse“ annimmt, dass die Arbeitgeberseite einen stärkeren Einfluss hat, was die Konsolidierung rechtfertigen soll. M.E. ist diese Betrachtung allerdings nicht richtig, da die Arbeitgebervertreter in den Pensionskassen nicht die Interessen des Arbeitgebers verfolgen dürfen und diese „Neutralitätspflicht“ in der Praxis auch von den Aufsichtsbehörden durchgesetzt wird. Dies würde insbesondere verbieten, die von einer Pensionskasse gehaltenen Aktien zur Beherrschung einer Gesellschaft einzusetzen.

557 Jahresbericht 2002, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.4; Hofstetter (1998c), S. 296; Kistler (2001), S. 219; Mettier (1999), S. 161; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 144 zu Art. 20 BEHG; Höhn (2008), S. 46.

3.2 Koordination von Kauf und Verkauf

Gemäss Art. 10 Abs. 2 lit. a BEHV-FINMA bilden Aktionäre auch eine Gruppe, wenn sie ihr Verhalten in Bezug auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren koordinieren, ohne dass es zu einer Koordination der Stimmrechte kommt. Im Einzelnen kann die Meldepflicht in folgenden Konstellationen ausgelöst werden:

3.2.1 Vereinbarungen über den gemeinsamen Kauf oder Verkauf von Aktien

Aktionäre, die Vereinbarungen über den gemeinsamen Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren treffen, d.h. gemeinsam eine grössere Beteiligung kaufen[558] oder ihre Beteiligungen gemeinsam an einen Dritten verkaufen[559], bilden gemäss Art. 10 Abs. 2 lit. a BEHV-FINMA eine meldepflichtige Gruppe[560]. Folglich werden z.B. Emissionssyndikate, die in einer Kapitalerhöhung Aktien übernehmen[561], oder Gläubiger, die im Rahmen einer Sanierungsvereinbarung Aktien erwerben, von der Meldepflicht erfasst[562].

Ob der Zweck einer Gruppe in der Veräusserung oder im Erwerb von Aktien liegt, hat Einfluss auf den Zeitpunkt, in dem die Meldepflicht ausgelöst wird: Eine Gruppe, welche die Veräusserung bestehender Aktienbestände bezweckt, wird in dem Zeitpunkt meldepflichtig, in dem sich die betreffenden Aktionäre zur gemeinsamen Veräusserung entschliessen, sofern der Gesamtbestand der Gruppenmitglieder einen der gemäss Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwer-

---

558 Vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.2.2) erwähnte Gruppe: Almea und Lufthansa hatten zusammen eine Gesellschaft gegründet, um die Aktien der Swiss zu erwerben; Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.1.1.2).

559 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (E.1). Eine Gruppenbildung wurde angenommen, da der bisherige Mehrheitsbesitzer einen Teil seiner Aktien an einen Erwerber verkauft und mit diesem weitere Vereinbarungen über den Verkauf seiner restlichen Beteiligungen getroffen hatte.

560 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 234 zu Art. 20 BEHG; Lüchinger (2004), S. 257; Mettier (1999), S. 127; Gotschev (2005), S. 144; vgl. zur Gruppenbildung durch gemeinsamen Aktienerwerb die Empfehlung der UEK vom 18. März 2003 i.S. 4M Holding (E.1), wo eine Gruppenbildung angenommen wurde, weil verschiedene Investoren gemeinsam einen Sanierungsplan entwickelt und gemeinsam einen Bridge Loan gewährt hatten; keine Gruppe dagegen bilden Investoren dann, wenn der Sanierungsplan vom Unternehmen selbst oder von einer Investmentbank entwickelt wurde und die Investoren dann individuell vom Unternehmen bzw. von einer Investmentbank angegangen werden und parallel, aber ohne gemeinsames Zusammenwirken, Aktien erwerben.

561 Mitteilung der Offenlegungsstelle der SWX vom 26. November 2001 betreffend Melde- und Veröffentlichungspflichten von Underwritern und bei Festübernahmen (Mitteilung I./01), wobei die Offenlegungsstelle SWX allerdings bezüglich der Publikation Erleichterungen gewährt, die in Ziff. II.G.2.3 und II.G.3.1.1 hinten im Einzelnen dargestellt werden; vgl. Gotschev (2005), S. 157.

562 Vgl. Empfehlung der UEK vom 18. März 2003 i.S. 4M Holding (E.1).

te überschreitet[563]. Eine Gruppe, die das Ziel hat, Aktien zu erwerben, kann dagegen erst im Zeitpunkt des Erwerbs meldepflichtig werden, sofern der Erwerb zur Überschreitung der entsprechenden Grenzwerte führt[564]; allein der Entschluss, Aktien zu erwerben, führt dagegen noch nicht zur Gruppenbildung, da es der Gruppe in diesem Zeitpunkt noch an der Verfügungsmacht an Stimmrechten fehlt, welche die Meldepflicht auslösen könnten[565].

Soweit sich eine Vereinbarung zwischen Aktionären allein auf den gemeinsamen Erwerb oder die Veräusserung von Aktien bezieht und das Abstimmungsverhalten nicht koordiniert wird, ist sie zwar nach den vorne dargestellten Regeln im Sinne von Art. 20 BEHG meldepflichtig. Eine derartige Gruppe kann aber keine Übernahmepflicht im Sinne von Art. 32 BEHG auslösen, da bei derartigen Vereinbarungen Absicht und Eignung zur Beherrschung der Zielgesellschaft fehlen[566].

3.2.2 Vereinbarung über Veräusserungsverbote

Ebenfalls zur Bildung einer meldepflichtigen Gruppe führen der Abschluss einer Lock-up-Vereinbarung und andere Veräusserungsverbote, in denen sich verschiedene Aktionäre – z.B. im Zusammenhang mit einer Emission oder einer Sanierung – verpflichten, ihre Aktien während einer bestimmten Zeit zu halten[567]. Die Verpflichtung zur Offenlegung derartiger Gruppen ist m.E. trotz der in der Literatur geäusserten Kritik[568] gerechtfertigt, da der Umstand, dass eine bestimmte Gruppe von Personen ihre Aktien nicht veräussern darf, für die Aktionäre eine kursrelevante Bedeutung hat[569]. Vor allem auch die Aufhebung eines derartigen Verbotes, die als Auflösung der betreffenden Gruppe gemeldet werden muss, ist für die Aktionäre wesentlich, da durch eine derartige Aufhebung des Veräusserungsverbotes normalerweise ein Abgabedruck

---

563 A.M. Schleiffer (2006), der entgegen der Praxis der Offenlegungsstelle SIX davon ausgeht, dass die Gruppen, die sich zur gemeinsamen Veräusserung von Aktien bilden, erst meldepflichtig werden, wenn sie verbindliche Verkaufsverträge mit Dritten abgeschlossen haben. Diese Auffassung ist m.E. unrichtig, da für die Gruppenbildung nach dem Wortlaut von Art. 10 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA bereits das Zusammenwirken zum gemeinsamen Verkauf entscheidend ist, was auch die Vorbereitung des Kaufs umfasst. Überdies ist diese Lösung auch in Bezug auf die übrigen Aktionäre nicht sachgerecht, da für die übrigen Aktionäre das Zusammenwirken mit dem Zweck des gemeinsamen Verkaufes entscheidend ist und nicht der spätere Verkauf, der im Übrigen auch gerade wieder zur Auflösung der Gruppe führt.

564 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 234 zu Art. 20 BEHG.

565 Schleiffer (2006), S. 137.

566 Vgl. Ziff. III.J.3.3.1 hinten.

567 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 5.1; Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.2.1. Diese Praxis der Offenlegungsstelle SWX zeigt sich z.B. in der Behandlung der Meldungen im Zusammenhang mit der Sanierung der Swiss, wo sich die durch ein Veräusserungsverbot verbundenen Aktionäre als Gruppe melden mussten; vgl. SHAB 2. Dezember 2004; Schleiffer (2006), S. 155 f.; Stadelmann/Widmer (2008), S. 159.

568 Gotschev (2005), S. 162 f.; Stadelmann/Widmer (2008), S. 160 f.

569 Schleiffer (2006), S. 157.

entsteht.[570] Die Meldepflicht bei Lock-up-Vereinbarungen besteht auch dann, wenn die betreffenden Aktionäre die Lock-up-Vereinbarung nicht gemeinsam, sondern je einzeln mit der Gesellschaft abgeschlossen haben. Auch in diesen Fällen liegt ein bewusstes Zusammenwirken vor[571], da die Teilnehmer an der Lock-up-Vereinbarung wissen, dass parallele Vereinbarungen mit anderen Aktionären abgeschlossen werden und der Zweck der Lock-up-Vereinbarung nur erreicht werden kann, wenn sich eine Gruppe von Aktionären dem Veräusserungsverbot unterwirft[572]. Immerhin gewährt die Offenlegungsstelle der SIX bei Lock-up-Vereinbarungen insofern Erleichterungen von der Meldepflicht, als die Beschreibung des Lock-up mit Beschreibung der davon betroffenen Personen im Prospekt genügt und keine weitere Gruppenmeldung notwendig ist[573].

Einer Meldepflicht unterliegen auch Mitarbeiterbeteiligungsprogramme, welche ein Veräusserungsverbot vorsehen und deren Bestand insgesamt einen der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte übersteigt. Auch für diese sehr grossen Gruppen können, wie hinten in Ziff. II.G.3.6 dargestellt, Erleichterungen beantragt werden, sodass nicht jeder Mitarbeiter und jede Veränderung einzeln gemeldet werden müssen.

3.2.3 Kaufverträge über Beteiligungen

Wenn ein Verkäufer eine Aktienposition einem Käufer verkauft, so führt dies nicht zur Gruppenbildung, da dieser Vertrag auf Leistungsaustausch und nicht auf ein Zusammenwirken gerichtet ist. Zwischen Käufer und Verkäufer kann es allerdings dann zur Gruppenbildung kommen, wenn der Verkäufer einen Teil seiner Aktien behält und der Kaufvertrag über den Leistungsaustausch hinaus eine weitere Zusammenarbeit vorsieht, wie z.B. die Unterstützung bezüglich der Wahl bestimmter Personen in den Verwaltungsrat; in diesen Fällen kommt es aber wegen der Koordination des Abstimmungsverhaltens und nicht wegen des Verkaufs zur Gruppenbildung[574].

3.2.4 Vorkaufs- und Kaufsrechte

Beschränkt sich ein Vertrag unter Aktionären allein auf die Vereinbarung von Vorkaufsrechten oder Kaufsrechten, so führt dies nicht zur Bildung einer meldepflichtigen Gruppe, da diese Rechte gerade nicht auf den gemeinsamen Kauf bzw. Verkauf abzielen, sondern einen Leistungsaustausch zwischen den

---

570 Vgl. Gotschev (2005), S. 163. Die Aktionäre werden im Übrigen nicht nur durch die Meldung der Aufhebung über das Ende der Lock-up-Periode orientiert, sondern schon durch die erste Meldung, da bei dieser das Ende der Lock-up-Periode als wesentlicher Bestandteil der Gruppenvereinbarung offengelegt werden muss.

571 Jahresbericht 2005 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.2; vgl. nicht veröffentlichte Verfügung der EBK i.S. Lock-up-Agreement erwähnt im Jahresbericht 2005 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.2.

572 Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.1.

573 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 5.3; Jahresbericht EBK 2005, S. 90 f.; Stadelmann/Widmer (2008), S. 162. Bei grossen Gruppen genügt grundsätzlich eine allgemeine Beschreibung der betreffenden Personengruppe. Nur diejenigen Personen, die mehr als 3% der Stimmrechte halten, müssen individuell aufgeführt werden.

574 Beispiel einer derartigen Gruppenbildung Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (E.1).

Beteiligten auslösen[575]. Die entsprechenden Vorkaufs- und Kaufsrechte müssen aber von den Parteien gemäss den in Ziff. II.B.2.1 dargestellten Grundsätzen im Rahmen ihrer Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition gemeldet werden. Enthält ein Aktionärbindungsvertrag, der aufgrund seiner Bestimmungen über die gemeinsame Stimmrechtsausübung meldepflichtig ist, auch noch gegenseitige Vorkaufs- und Kaufsrechte zugunsten der Vertragsparteien, so müssen diese allerdings nicht mehr separat gemeldet werden, da die Meldung der Gruppe, wie in Ziff. II.E.4.1 dargestellt, konsolidiert erfolgt und deshalb Erwerbs- und Veräusserungsrechte, die zwischen den Mitgliedern der Gruppe existieren, nicht gemeldet werden müssen.

3.2.5 Verbindlichkeit der Vereinbarung zwischen den Beteiligten

Die Bildung einer Gruppe setzt nicht voraus, dass zwischen den einzelnen Mitgliedern ein verbindlicher Vertrag über den gemeinsamen Kauf bzw. Verkauf von Aktien besteht. Entscheidend sind vielmehr die faktischen Verhältnisse, d.h., ob der Aktienerwerb bzw. -verkauf im Rahmen einer gemeinsamen Zusammenarbeit erfolgt. Daher kann insbesondere die gemeinsame Veräusserung grösserer Aktienpakete auch dann zur Meldepflicht führen, wenn keine formelle Vereinbarung zwischen den Parteien besteht, sofern die betreffenden Aktionäre ihre Aktien aber gemeinsam anbieten. Entscheidend für die Gruppenbildung ist dabei die Unterordnung des einzelnen Aktionärs unter die Gruppe, d.h. die Unterstellung der eigenen Aktienbestände unter die gemeinsame Koordination von Kauf bzw. Verkauf und der bewusste Verzicht auf eine individuelle Transaktion[576]. Unkoordiniertes Parallelverhalten beim Kauf oder Verkauf von Aktien, wie z.B. parallele Zeichnung von neuen Aktien durch individuelle Anleger im Rahmen einer Emission oder die Platzierung eines grosses Blocks bei einer Anzahl von Investoren, die mit der Platzierungsbank einzelne Rechtsgeschäfte abschliessen, führt dagegen nicht zu Gruppenbildung, da bei den Anlegern nur ein Parallelverhalten, aber keine Absprache oder bewusste Abstimmung vorliegt[577].

4. Die Meldepflicht der Gruppe

Während die Meldepflicht eines individuellen Aktionärs im Wesentlichen durch Über- und Unterschreitungen der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte ausgelöst wird, können bei Gruppen aufgrund ihrer komplexen Struktur noch weitere Ereignisse zu einer Meldepflicht führen:

---

575 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 247 zu Art. 20 BEHG; Gotschev (2005), S. 161; a.M. Mettier (1999), S. 127.

576 Blosse Verhandlungen über einen möglichen gemeinsamen Verkauf genügen dagegen nicht, da im Zeitpunkt der Verhandlung noch keine Unterordnung unter die Gruppe gegeben ist; vgl. Schleiffer (2006), S. 138; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, Rz 51 zu Art. 20.

577 Vgl. BGE 130 II 549 f.; Schleiffer (2006), S. 144.

4.1 Überschreitung oder Unterschreitung eines Grenzwertes durch eine bestehende Gruppe

Bei Gruppen wird die Meldepflicht dadurch ausgelöst, dass der Gesamtbestand der Aktien, welche die Mitglieder einer bestehenden Gruppe halten, durch den Erwerb von Aktien oder meldepflichtigen Derivaten einen der massgebenden Grenzwerte erreicht, über- bzw. unterschreitet[578]. Bei der Berechnung dieses Gesamtbestandes müssen die Bestände der Gruppenmitglieder allerdings konsolidiert betrachtet werden, d.h., allfällige Vereinbarungen zwischen den Gruppenmitgliedern über Kaufs- und Verkaufsrechte dürfen bei der Berechnung des Gesamtbestandes nicht mit einbezogen werden, da sonst aufgrund der entsprechenden Doppelzählung fiktive Bestände gemeldet würden[579].

In der Meldung der Gruppe müssen gemäss Art. 10 Abs. 3 BEHV-FINMA die gesamte Beteiligung sowie die Identität der einzelnen Mitglieder der Gruppe offengelegt werden[580]. Es ist hingegen nicht notwendig, die individuellen Beteiligungen der einzelnen Gruppenmitglieder offenzulegen[581]. Da einzelne Mitglieder ihre Position auch dann nicht einzeln melden müssen, wenn sie individuell einen gemäss Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwert überschreiten[582], erscheint die Gruppe gegenüber den übrigen Marktteilnehmern in Bezug auf die individuellen Bestände der einzelnen Gruppenmitglieder als „Black Box", ein Umstand, der in der Literatur zum Teil als „Gruppenprivileg" bezeichnet wird[583]. Dieser „Black Box"-Aspekt wird noch dadurch verstärkt, dass, wie hinten zu zeigen ist, Transaktionen, die zu Verschiebungen von Aktien zwischen den einzelnen Mitgliedern führen, nicht gemeldet werden müssen, solange dadurch nicht die Zusammensetzung oder der Charakter der Gruppe verändert werden[584].

4.2 Bildung einer Gruppe unter bestehenden Aktionären

Sobald sich eine Gruppe bildet, weil Aktionäre einer Gesellschaft sich über die gemeinsame Ausübung von Stimmrechten oder die gemeinsame Veräusse-

---

578 Mettier (1999), S. 132 ff.; gerade bei Gruppen mit einem grossen Bestand an Mitgliedern (insbesondere bei Konzernen) ist zur Erfüllung dieser Pflicht ein Überwachungs- und Kommunikationssystem notwendig, das sicherstellt, dass die Bestände richtig erfasst und addiert werden; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 222 zu Art. 20 BEHG, Gotschev (2005), S. 174.

579 Würden Optionsrechte nicht im Sinne einer Konsolidierung kompensiert, so würde einerseits der Aktienbestand des Gruppenmitglieds, das auf seinem Aktienbestand eine Kaufoption geschrieben hat, vollumfänglich gezählt und andererseits würden die der Option unterliegenden Aktien noch einmal beim Käufer der Option berücksichtigt, sodass der gleiche Bestand zweimal gezählt würde; Gotschev (2005), S. 175; vgl. Iffland (2004), S. 148.

580 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. März 2000 (I/00), Ziff. 1.

581 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. März 2000 (I/00), Ziff. 2; Meier-Schatz (1998), S. 53; Hofstetter (1998c), S. 293.

582 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 274 zu Art. 20 BEHG; Kistler (2001), S. 106; von der Crone (1995), S. 65; von der Crone (1996), S. 161.

583 Mettier (1999), S. 333; von der Crone (1995), S. 65, von der Crone (1996), S. 61.

584 Dazu Ziff. II.E.4.6 hinten.

rung bzw. den gemeinsamen Erwerb von zusätzlichen Aktien absprechen und der Gesamtbestand der von dieser Gruppe gehaltenen Aktien einen der massgebenden Grenzwerte überschreitet, müssen die Bildung dieser Gruppe und der von ihr gehaltene Aktienbestand gemeldet werden[585]. Die Pflicht zur Meldung ergibt sich in diesen Fällen allein aus der Tatsache, dass sich eine Gruppe gebildet hat. Die Meldepflicht besteht daher auch dann, wenn die Mitglieder der Gruppe in diesem Zeitpunkt weder zusätzliche Aktien erworben noch Aktien veräussert, sondern sich allein mit den bereits existierenden Beständen neu als Gruppe konstituiert haben, weil sie z.B. einen Aktionärbindungsvertrag abgeschlossen haben[586] und ihr Gesamtbestand einen der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert überschritten hat[587].

Ändert sich nach der ersten Meldung die Gesamtzahl der von einer Gruppe gehaltenen Stimmen und wird dadurch einer der massgebenden Grenzwerte erreicht, über- oder unterschritten, so ist eine weitere Meldung zu erstatten[588].

4.3 Änderung in der Zusammensetzung der Gruppe

Hat eine Gruppe bereits eine Meldung erstattet, weil sie aufgrund ihres Gesamtbestandes an Aktien einen für die Meldung massgebenden Grenzwert überschritten hat, und ändert sich nachträglich ihr Mitgliederbestand, weil einzelne Mitglieder wegen Veräusserung ihrer Aktien austreten oder neue Mitglieder zur Gruppe stossen, indem sie der entsprechenden Vereinbarung bzw. Absprache beitreten, so muss diese Änderung gemäss Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA gemeldet werden[589]. Die Meldepflicht besteht auch dann, wenn der Ein- bzw. Austritt von Mitgliedern nicht zu einer Änderung am gesamten Aktienbestand der Gruppe führt, weil die betreffenden Personen beim Eintritt ihre Aktien von anderen Gruppenmitgliedern erworben bzw. beim Austritt an andere Gruppenmitglieder veräussert haben. Das Publikum hat in diesem Sinne nicht nur Anspruch, über den Aktienbestand einer Gruppe orientiert zu werden, sondern muss auch über die aktuelle Zusammensetzung der Gruppe informiert werden[590]. Sofern allerdings eine Gruppe sehr gross ist – diese Situation kann beispielsweise bei einem breit angelegten Mitarbeiterbeteiligungsplan[591] entstehen –, kann die Offenlegungsstelle auf entsprechendes Gesuch hin insoweit eine Erleichterung von der Meldepflicht gewähren, als die Änderungen im Bestand der Mitglieder nicht direkt veröffentlicht, sondern nur der Of-

---

585 Tschäni (2004a), S. 200 f.; Mettier (1999), S. 133; Iffland (2004), S. 146.

586 Hofstetter (1998c), S. 293; vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2006 i.S. Adecco (E.1.2.3).

587 Iffland (2004), S. 146.

588 Hofstetter (1998c), S. 293; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 241 zu Art. 20 BEHG.

589 Hofstetter (1998c), S. 294; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 242 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 136; Iffland (2004), S. 149; Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.2).

590 Nach den Angaben der Offenlegungsstelle kommt es bei der Meldung von Änderungen im Bestand der Gruppe offensichtlich häufig zu Verletzungen der Meldepflicht, da vergessen wird, Ein- und Austritte von Gruppenmitgliedern zu melden; Jahresbericht 2005 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 4.2.

591 Ein Mitarbeiterbeteiligungsplan kann zur Gruppenbildung führen, wenn die Mitarbeiter Aktien erwerben, die einer Stimmbindung oder einem Veräusserungsverbot unterliegen.

fenlegungsstelle gemeldet werden müssen; diese entscheidet dann selbst über die Frage der Veröffentlichung und wird diese nur bei wesentlichen Veränderungen der Gruppe anordnen[592].

Da Konzerne gemäss Art. 10 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA als Gruppen behandelt werden, muss eine Meldung erfolgen, wenn innerhalb eines Konzerns Konzerngesellschaften Aktien erwerben, die bisher keine Titel hielten, da dies konsequenterweise als Änderung im Bestand der Gruppe betrachtet wird[593]. Wie in Ziff. II.E.3.1.6 dargestellt, wäre es allerdings sachgerecht, Konzerne nicht als Gruppen, sondern als Fälle des indirekten Aktienbesitzes der Obergesellschaft zu behandeln. Dadurch würden Meldungen über „Änderungen in der Gruppenzusammensetzung" wegfallen, die für die übrigen Aktionäre keinen sinnvollen Informationsgehalt haben, da sich an der Tatsache, dass der betreffende Aktienbestand von der Konzernobergesellschaft beherrscht wird, nichts ändert. Die Offenlegungsstelle der SIX gewährt allerdings bei Konzernverhältnissen zum Teil auch Erleichterungen von der Meldepflicht, damit vermieden wird, dass der betreffende Konzern dauernd bei jeder internen Verschiebung eine Meldung erstatten muss: Die Offenlegungsstelle der SIX erlaubt Konzernen auf entsprechendes Gesuch hin, nicht nur die Tochtergesellschaften zu melden, die tatsächlich Aktien halten, sondern auch Gruppengesellschaften, die in der Zukunft möglicherweise Aktien erwerben werden, sodass bei Verschiebungen zwischen diesen Gesellschaften keine Meldungen mehr gemacht werden müssen[594].

4.4 Änderung der Absprache innerhalb der Gruppe

Ändern die an einer meldepflichtigen Gruppe beteiligten Personen die Absprache, die der Gruppenbildung zugrunde liegt, in wesentlicher Weise, so muss diese Änderung gemäss Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA auch dann gemeldet werden, wenn am gesamten Aktienbestand und an der Zusammensetzung der Gruppe keine Veränderung eintritt[595].

Nicht jede Änderung der Absprache ist allerdings meldepflichtig. Gemäss dem Wortlaut von Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA, der auf eine Änderung in der „Art der Absprache" abstellt, wird die Meldepflicht nur durch Änderungen ausgelöst, welche für die Zusammenarbeit in der Gruppe wesentliche Elemente betreffen[596]. Dementsprechend ist eine Gruppe z.B. zu einer Meldung verpflichtet, wenn sie den der Gruppenbildung zugrunde liegenden Aktionärbin-

---

592 Jahresbericht 2000 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.4; Jahresbericht 2005 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.3; Gotschev (2005), S. 177 f.

593 Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.c; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. März 2000 (I/00); Mettier (1999), S. 135 f.; Gotschev (2005), S. 175.

594 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 328 ff. zu Art. 20 BEHG; ein Beispiel einer Meldung zum freien Verschieben von Aktien in einer Gruppe ist die Meldung der LGT Capital Management AG vom 12. Juli 1999.

595 Iffland (2004), S. 149 f.; Gotschev (2005), S. 176; Kritisch Hofstetter (1998c), S. 297.

596 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 241 zu Art. 20 BEHG; Iffland (2004), S. 149 f.; Gotschev (2005), S. 176.

dungsvertrag dahingehend ändert, dass die Stimmbindung wegfällt oder Vorkaufsrechte aufgehoben bzw. derartige Bestimmungen neu eingeführt werden. Unwesentliche Änderungen, wie z.B. die rein formelle Überarbeitung eines Aktionärbindungsvertrages ohne Abänderung der materiellen Absprachen, oder Änderungen im Konfliktlösungsmechanismus, wie z.B. der Wechsel von einer Gerichtsstands- zu einer Schiedsklausel, unterliegen dagegen nicht der Meldepflicht[597].

4.5 Auflösung einer Gruppe

Löst sich eine Gruppe auf, die bisher den für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert überschritten hat, weil die Mitglieder ihre Vereinbarung aufheben, so löst dies die Meldepflicht aus, da der Aktienbestand der Gruppe auf Null sinkt und damit die bisher gemeldeten Grenzwerte unterschritten werden[598]. Sofern nach der Auflösung einer Gruppe ein einzelnes Mitglied der Gruppe einen für die Meldepflicht relevanten Grenzwert erreicht oder überschreitet, wird dieses Mitglied im Zeitpunkt der Auflösung der Gruppe individuell meldepflichtig und muss den ihm gehörenden Aktienbestand entsprechend melden[599].

4.6 Keine Meldepflicht bei gruppeninterner Übertragung

Gemäss Art. 10 Abs. 4 BEHV-FINMA lösen Übertragungen von Aktien unter Gruppenmitgliedern keine neue Meldepflicht aus[600]. Diese privilegierte Behandlung von Gruppen wird damit begründet, dass Gruppen, die sich bereits gemeldet haben, ein legitimes Interesse daran hätten, dass ihre internen Transaktionen diskret behandelt würden. Dies ist ein Wunsch, der während des Gesetzgebungsverfahrens offenbar vor allem von Familiengesellschaften vorgebracht wurde und sich dann auch durchsetzen konnte[601]. Dieser „Black Box-"Approach gegenüber Gruppen ist m.E. insofern gerechtfertigt, als für die Anleger letztlich nicht die interne Verteilung der Aktien unter den Gruppenmitgliedern entscheidend ist, sondern die Tatsache, dass verschiedene Personen gemeinsam eine bestimmte Anzahl von Stimmrechten halten und in einheitlicher Weise ausüben. Meines Erachtens muss das Gruppenprivileg aber dort eine Grenze finden, wo sich eine Gruppe durch Verschiebung der Bestände unter den einzelnen Mitgliedern so stark ändert, dass sich in faktischer Hinsicht auch die Grundlage der gruppeninternen Zusammenarbeit verändert, weil z.B. ein Mitglied allein einen beherrschenden Einfluss auf die Willensbildung in der Gruppe gewinnt. In Analogie zur Praxis der Übernahmekommission zur Auslösung der Übernahmepflicht durch interne Verschiebung bei Gruppen muss eine derartige Veränderung der Gruppe als faktische Änderung

---

597 Gotschev (2005), S. 176 f.

598 Hofstetter (1998c), S. 294; Tschäni (2004a), S. 200; Schleiffer (2006), S. 136 Ob.

599 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 242 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 136.

600 Weber, BSK N. 97 zu Art. 20 BEHG; Hofstetter (1998c), S. 293f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 274 zu Art. 20 BEHG; Röthlisberger (1998), S. 141; Mettier (1999), S. 135; Iffland (2004), S. 149.

601 Lüchinger (2004), S. 258; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 274 zu Art. 20 BEHG; Gotschev (2005), S. 174.

der Absprache innerhalb der Gruppe im Sinne von Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA betrachtet werden und unterliegt dementsprechend der Meldepflicht[602].

Das Gruppenprivileg findet im Weiteren eine Grenze in der vorne in Ziff. II.E.4.3 dargestellten Meldepflicht bei Veränderungen in der Zusammensetzung einer Gruppe: Verkauft ein Mitglied alle Aktien an andere Gruppenmitglieder, so scheidet es aus der Gruppe aus. Dies führt zu einer Änderung in der Zusammensetzung der Gruppe, die gemäss Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA zu melden ist.

602 Iffland (2004), S. 169 f.; Gotschev (2005), S. 177, geht in diesen Fällen davon aus, dass die bisherige Gruppe de facto liquidiert worden ist und eine neue Gruppe entstanden ist, was eine doppelte Meldepflicht (Auflösung und Neubildung) auslösen würde; m.E. geht diese Auffassung zu weit, da Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA die Möglichkeit eröffnet, eine Gruppe auch bei Veränderungen ihrer Grundlagen fortzusetzen und in diesen Fällen nur die Änderung zu melden ist, nicht aber eine Auflösung und Neugründung einer Gruppe.

F. DIE ENTSTEHUNG DER MELDEPFLICHT

1. Direkter und indirekter Erwerb von Aktien und meldepflichtigen Derivaten

Nach dem Prinzip, dass die wirtschaftlich berechtigte Person meldepflichtig ist, untersteht nicht nur der direkte Erwerb von Aktien auf eigene Rechnung des Erwerbers[603] der Meldepflicht, sondern auch der indirekte Erwerb, welcher nicht eine formelle Aktionärseigenschaft verschafft, sondern nur die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die mit den Aktien verbundenen Stimmen gewährt[604]. Das Gleiche gilt auch beim Erwerb von meldepflichtigen Derivaten; da diese allerdings keine Stimmrechte gewähren, ist bei Derivaten die wirtschaftliche Verfügungsmacht gegeben, wenn eine Partei über die Ausübung des Derivats und damit den Bezug bzw. die Lieferung von Aktien entscheiden kann. Gemäss Art. 9 Abs. 3 BEHV-EBK gelten als indirekter Erwerb insbesondere[605]:

- der Erwerb unter Zuhilfenahme einer Drittperson, welche auf Rechnung des wirtschaftlich Berechtigten handelt (Art. 9 Abs. 3 lit. a BEHV-FINMA)[606]. Erfasst wird damit insbesondere der Erwerb mithilfe eines Treuhänders, eines Trustees, der im Rahmen des Trustverhältnisses an die Weisungen des Gründers oder des Begünstigten gebunden ist, eines Nominee oder einer Bank bzw. eines Brokers oder Vermögensverwalters, der gegenüber der Aktiengesellschaft formell als die an den Aktien berechtigte Person auftritt[607];

- der Erwerb und die Veräusserung durch eine direkt oder indirekt beherrschte[608] juristische Person (Art. 9 Abs. 3 lit. b BEHV-FINMA)[609];

---

603 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 62 zu Art. 20 BEHG. Als direkter Erwerb gelten nicht nur der Kauf, sondern auch Vermögensübertragungen nach Fusionsgesetz sowie Schenkung, Erbgang, Erbteilung, Übertragung durch eheliches Güterrecht sowie auch der Erwerb in der Zwangsvollstreckung; vgl. Weber, BSK. N. 45 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 150 ff. zu Art. 20 BEHG bzw. N. 165 zu Art. 20 BEHG. Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.2.1; Empfehlung der Offenlegungsstelle zur Offenlegung von Beteiligungen im Zusammenhang mit der Fusion der SBG und des SBV vom 12. März 1998.

604 Weber, BSK, N. 46 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 101 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 65 zu Art. 20 BEHG.

605 Tschäni (2004a), S. 182; Kistler (2001), S. 100 ff.; von der Crone (1996), S. 40 f.; Gotschev (2005), S. 122.

606 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 34 ff. zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 109 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 66 zu Art. 20 BEHG.

607 Vgl. Mettier (1999), S. 109 f.; Weber, BSK, N. 49 zu Art. 20; Gotschev (2005), S. 123 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 71 ff. zu Art. 20 BEHG.

608 Vgl. zur Beherrschung vorne Ziff. II.D.5.

609 Gotschev (2005), S. 124 f.; Mettier (1999), S. 110; als beherrschte juristische Gesellschaften gelten dabei nicht nur Körperschaften, sondern auch Stiftungen und andere Anstalten, soweit ihre Organe dem Weisungsrecht der beherrschenden Person unterworfen sind.

– der Erwerb einer beherrschenden Beteiligung an einer juristischen Person, die Aktien an einer kotierten Gesellschaft hält[610].

Letztlich gilt gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA jede Transaktion als indirekter Erwerb, bei welcher der Erwerber zum „ultimate beneficial owner" wird, d.h. das Recht erhält, Stimmen im eigenen Interesse auszuüben bzw. ausüben zu lassen bzw. bei einem Derivat über dessen Ausübung zu entscheiden[611]. Damit werden auch Repo-Transaktionen, Securities Lending, die Verpfändung sowie die Hinterlegung von Aktien als meldepflichtige Transaktionen erfasst, wenn bei derartigen Transaktionen dem Empfänger der Aktien das Stimmrecht übertragen wird[612]. Die Erteilung einer Vollmacht, die mit der ausdrücklichen oder stillschweigenden Abrede verbunden ist, die entsprechenden Stimmrechte auf Instruktion bzw. im Interesse des Vollmachtgebers auszuüben, wird dagegen trotz der Verschiebung der Stimmrechte nicht als indirekter Erwerb betrachtet; nur die Erteilung einer Vollmacht, die es dem Bevollmächtigen ermöglicht, die betreffenden Stimmrechte im eigenen Interesse bzw. nach eigenem Gutdünken auszuüben, hat diese Wirkung[613].

Die Meldung muss gemäss Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA vorgenommen werden, sobald der Erwerber durch Vertrag oder auf andere Weise einen durchsetzbaren Anspruch auf die betreffenden Aktien bzw. auf eine Rechtsposition erhalten hat, welche als indirekter Erwerb von Aktien betrachtet wird; in diesem Sinne ist das Verpflichtungsgeschäft und nicht das Verfügungsgeschäft für den Zeitpunkt der Meldung massgebend[614]. Das Verfügungsgeschäft, d.h. die Erfüllung der betreffenden Vereinbarung, ist dagegen nicht separat meldepflichtig.

2. Bedingte Verträge und Verträge mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum

Auch ein bedingter Erwerb bzw. auch die bedingte Veräusserung von Beteiligungsrechten sowie der Abschluss von Verträgen mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum lösen die Meldepflicht aus[615], wobei für die Meldung der Zeitpunkt des Vertragsabschlusses und nicht der Eintritt der Bedingung bzw. der Vollzug

---

610 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E.1).

611 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 67 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 113 f.; Gotschev (2005), S. 125 f.

612 Vgl. Gotschev (2005), S. 126 f.; Mettier (1999), S. 114.

613 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 86 ff. zu Art. 20 BEHG.

614 Mettier (1999), S. 100 ff.; Gotschev (2005), S. 89; Lüchinger (2004), S. 254; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 52 zu Art. 20 BEHG; Schleiffer (2006), S. 133; da die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes im Sinne von Art. 32 BEHG an das Verfügungsgeschäft, d.h. an den tatsächlichen direkten oder indirekten Erwerb von Stimmrechten anknüpft, können der für die Meldepflicht und der für die Angebotspflicht massgebende Aktienbestand auseinanderklaffen, wenn Kaufverträge nicht sofort nach Abschluss erfüllt werden, unter Bedingungen stehen oder aber die Meldepflicht nur durch den Erwerb von Optionen ausgelöst wird.

615 Tschäni (2004a), S. 195; Mettier (1999), S. 104 ff.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz N. 57 f. zu Art. 20 BEHG; Schleiffer (2006), S. 134.

des Vertrages massgebend ist[616]. Dementsprechend muss im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses der Käufer die gekauften Aktien als Aktienbestand im Rahmen der Erwerbsposition melden, falls seine Erwerbsposition oder sein Aktienbestand aufgrund dieser Transaktion einen der für die Meldung massgebenden Grenzwerte erreichen oder überschreiten, während der Verkäufer eine Reduktion seines Aktienbestandes im Rahmen der Erwerbsposition melden muss, wenn seine Erwerbsposition oder sein Aktienbestand einen vorher überschrittenen Grenzwert wegen dieser Transaktion unterschreiten. Sofern die Parteien bei einem bedingten Vertrag diese Meldung vermeiden wollen, haben sie die Möglichkeit, eine Ausnahme von der Meldepflicht zu beantragen, die nach der Praxis der Offenlegungsstelle der SIX gewährt wird, wenn der Eintritt der Bedingung unsicher erscheint[617].

Ist ein bedingter Erwerb bzw. eine bedingte Veräusserung gemeldet worden, so muss der spätere Vollzug nicht mehr gemeldet werden[618]. Dagegen muss bei einem Ausfall der Bedingung bzw. einer Auflösung des Vertrages vor Erfüllung der Bedingung eine Meldung gemacht werden, wenn der Aktienbestand der meldepflichtigen Person deshalb unter einen der gemäss Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwerte fällt bzw. der Bestand des Veräusserers wieder einen dieser Grenzwerte erreicht bzw. übersteigt.

Die sofortige Meldung bedingter Kaufverträge und von Verträgen mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum als Veränderung des Aktienbestandes ist insofern problematisch, als die entsprechende Meldung die Stimmrechtsverhältnisse nicht richtig wiedergibt. Wird beispielsweise in einem Kaufvertrag vereinbart, dass die betreffenden Aktien erst nach einer Generalversammlung zu übertragen sind, so führt die heutige Regelung der Meldepflicht dazu, dass der Verkäufer unmittelbar nach dem Abschluss des betreffenden Vertrages einen reduzierten Aktienbestand meldet, während der Käufer einen entsprechend erhöhten Bestand meldet. Tatsächlich hält aber weiterhin der Verkäufer diese Aktien und kann auch die Stimmrechte an der betreffenden Generalversammlung ausüben, während der Käufer keinerlei Stimmrechte hat. Das gleiche Bild ergibt sich auch bei einem bedingten Vertrag bis zum Eintritt der ent-

---

616 Gemäss Praxis der Offenlegungsstelle werden Fusionen den Regeln über bedingte Transaktionen unterworfen. Daher muss die übernehmende Gesellschaft die gesamten Bestände an Aktien und meldepflichtigen Derivaten beider Gesellschaften im Zeitpunkt anmelden, in dem der Fusionsvertrag von den Verwaltungsräten der beteiligten Gesellschaft abgeschlossen wird, auch wenn der Vollzug des Vertrages unter der Bedingung steht, dass die Generalversammlungen der beteiligten Gesellschaften zustimmen; Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.1; Empfehlung der Offenlegungsstelle zur Offenlegung von Beteiligungen im Zusammenhang mit der Fusion SBG und SBV vom 12. März 1998; Schleiffer (2006), S. 134.

617 Ziff. II.G.3.1.1 hinten. Aus dieser Praxis muss im Übrigen auch gefolgert werden, dass jede bedingte Transaktion, d.h. auch eine Transaktion, bei der der Eintritt der Bedingung unwahrscheinlich ist, grundsätzlich der Meldepflicht untersteht. Vgl. Schleiffer, Kapitalmarkttransaktionen, S. 134.

618 A.M. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 59 zu Art. 20 BEHG, der für eine analoge Anwendung von Art. 13 Abs. 2 BEHV-EBK (heute Art. 15 Abs 3 BEHV-FINMA; Meldung bei der Ausübung einer Option) eintritt; dieser Analogieschluss ist m.E. nicht richtig, da es für die Informationsbedürfnisse der Publikumsaktionäre genügt, wenn sie eine Meldung erhalten, falls die betreffende Bedingung ausgefallen ist; andernfalls könnten sie davon ausgehen, dass die Bedingung eingetreten ist.

sprechenden Bedingung. Dieses Auseinanderfallen von Stimmrecht und Meldung entspricht nicht den Grundprinzipien der Meldepflicht, welche Stimmrechte und Beherrschung einer Gesellschaft darstellen soll. Sachlich richtig wäre es, bedingte Verträge sowie Verträge mit aufgeschobenem Vollzug[619] nicht unmittelbar beim Vertragsabschluss als Veränderung in der Aktienposition zu melden; beim Abschluss des Vertrages sollte vielmehr der Veräusserer weiterhin die Aktienposition ausweisen, da er immer noch die Stimmrechte hat, den Abschluss des Vertrages aber wie ein Derivat als Veräusserungsposition aufführen, um so die zukünftige Veräusserung von Aktien zu signalisieren. Aus den gleichen Gründen sollte der Erwerber den Vertragsabschluss ebenfalls wie ein Derivat in seiner Erwerbsposition aufführen. Beim Vollzug des Vertrages kann dann wie bei der Ausübung eines Derivats der Vertrag bei der Veräusserungsposition des Verkäufers ausgebucht und beim Veräusserer der Aktienbestand reduziert werden, während sich der Aktienbestand beim Erwerber entsprechend erhöht. Mit dieser Behandlung von bedingten Verträgen und Verträgen mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum würden nicht nur die Stimmrechtsverhältnisse und deren potentielle Veränderung vor dem Vollzug der Verträge, sondern auch die tatsächliche Verschiebung der Stimmrechte beim Vollzug richtig dargestellt. Diese detailliertere Darstellung von bedingten Verträgen und Verträgen mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum würde auch der melderechtlichen Behandlung von Derivaten entsprechen, da – wie vorne dargestellt – das Schreiben von Call-Optionen auf bestehenden Beständen und der Erwerb von Veräusserungsrechten nicht als Reduktion der Aktienposition dargestellt werden darf, sondern erst die Ausübung der betreffenden Call-Option melderechtlich zu einer Verschiebung des Aktienbestandes führt. Bis zu diesem Zeitpunkt sind die betreffenden Optionen konsequent im Rahmen der Erwerbs- bzw. der Veräusserungsposition auszuweisen, während der Aktienbestand bei beiden an der Derivattransaktion beteiligten Parteien unverändert bleibt.

3. Überschreiten der Grenzwerte durch Veränderungen in der Kapitalstruktur

Die Meldepflicht kann gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 1 BEHV-FINMA auch dadurch ausgelöst werden, dass sich die Gesamtzahl der Stimmrechte einer Gesellschaft wegen einer Kapitalerhöhung, einer Kapitalherabsetzung oder einer Umwandlung zwischen Beteiligungspapieren verschiedener Kategorien[620] so stark verändert, dass der Stimmenanteil eines Aktionärs allein deshalb einen der gemäss Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwerte erreicht, über- oder unterschreitet[621]. Die Meldepflicht wird dabei aber nicht bereits durch den betref-

---

619 Eine Abgrenzung zu den sofort erfüllbaren Verträgen wäre die an der Börse normalerweise für Spot-Geschäfte eingeräumte Erfüllungszeit; wird diese überschritten, so sollte die oben dargestellte Regelung für Verträge mit aufgeschobenem Vollzug Platz greifen.

620 Z.B. die Umwandlung von Partizipationsscheinen in stimmberechtigte Aktien oder die Umwandlung von Stimmrechtsaktien in Stammaktien; Weber, BSK, N. 78 zu Art. 20 BEHG; Bertschinger (1997a), S. 284; Kistler (2001), S. 102; Schleiffer (2006), S. 150.

621 Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 12; Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.d); Küng/Huber/Kuster (1998), N. 44 zu Art. 20 BEHG; Lüchinger (2004), S. 253; von der Crone (1996), S. 42.

fenden Generalversammlungsbeschluss, sondern gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHV-FINMA erst durch die Publikation der entsprechenden Statutenänderung im SHAB ausgelöst[622].

Im Sinne der vorne dargestellten Grundsätze wird die Meldepflicht beispielsweise ausgelöst, wenn eine Gesellschaft Aktien, die sie selbst hält, in einer Kapitalherabsetzung vernichtet und sich damit der prozentuale Stimmrechtsanteil eines Aktionärs wegen der geringeren Gesamtzahl stimmberechtigter Aktien erhöht und einen der Grenzwerte gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG erreicht oder überschreitet. Eine Kapitalerhöhung kann dagegen dazu führen, dass sich der prozentuale Anteil eines Aktionärs, der an der Kapitalerhöhung nicht teilnimmt, durch den Anstieg der Gesamtzahl der ausstehenden Aktien so stark verringert, dass er unter einen der Grenzwerte fällt und dadurch die Meldepflicht ausgelöst wird[623]. Daher muss ein Aktionär, der sicherstellen will, dass er die Meldepflicht erfüllt, nicht nur die eigenen Käufe und Verkäufe im Auge behalten, sondern auch überprüfen, ob Änderungen in der Kapitalstruktur zu einer Änderung seines Stimmrechtsanteils führen.

Kauft eine Gesellschaft eigene Aktien, so führt dies nicht zu einer Änderung der Gesamtzahl der Stimmrechte. Gemäss Art. 659a Abs. 1 OR ruhen die Stimmrechte, solange die betreffenden Aktien im Besitz der Gesellschaft sind. Diese Aktien werden gemäss Art. 12 Abs. 2 BEHV-FINMA aber dennoch in die Berechnung der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte einbezogen, da für die Berechnung der Grenzwerte allein der Eintrag im Handelsregister massgebend ist, während die Frage, ob die betreffenden Stimmrechte ausgeübt werden können, irrelevant ist. Erst die Vernichtung der betreffenden Aktien durch eine Kapitalherabsetzung führt zu einer Herabsetzung des im Handelsregister eingetragenen Kapitals, was, wie oben dargestellt, die Meldepflicht einzelner Aktionäre auslösen kann. Wie vorne in Ziff. II.A.2.2 dargestellt, muss eine Gesellschaft, die eigene Aktien kauft, diese Bestände im Übrigen auch selbst melden, wenn sie einen der gemäss Art. 20 BEHG relevanten Grenzwerte überschreitet. Fällt dieser Aktienbestand aufgrund einer Kapitalherabsetzung dahin, so muss die Gesellschaft ebenfalls wieder eine Meldung wegen Unterschreitung der betreffenden Grenzwerte machen[624].

---

622 Diese Regelung ist aus Sicht der Aktionäre richtig, da sie in der Praxis erst durch diese Publikation über die erfolgte Kapitalveränderung orientiert werden. Von den Aktionären kann letztlich nur verlangt werden, dass sie die Publikationen im SHAB verfolgen, um ihren Meldepflichten nachzukommen.

623 Mettier (1999), S. 163 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz N. 97 zu Art. 20 BEHG.

624 Vgl. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 119 ff. zu Art. 20 BEHG.

G. AUSNAHMEN UND ERLEICHTERUNGEN VON DER MELDEPFLICHT

Das Börsengesetz sieht in Art. 20 Abs. 5 BEHG vor, dass die FINMA Banken und Effektenhändlern Ausnahmen von der Meldepflicht gewähren kann[625]. Obwohl das Börsengesetz selbst keine weiteren Ausnahmen von der Meldepflicht vorsieht, hat die FINMA in Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA Über- und Unterschreitungen, die nur einen Tag dauern, von der Meldepflicht ausgenommen und in Art. 24 BEHV-FINMA den Offenlegungsstellen die Kompetenz eingeräumt, weitere Ausnahmen oder Erleichterungen von der Meldepflicht zu gewähren, wenn wichtige Gründe vorliegen. In der Literatur wurde zum Teil vorgebracht, dass diesen Ausnahmebestimmungen die gesetzliche Grundlage fehlt[626]. M.E. können sich diese Ausnahmen aber auf das in Art. 1 BEHG festgehaltene Transparenzgebot abstützen. Das Transparenzgebot erlaubt, in den Fällen Ausnahmen bzw. Erleichterungen zu gewähren, in denen die buchstabengetreue Anwendung der Vorschriften über die Meldepflicht zu widersprüchlichen oder irreführenden Meldungen führt und damit keine Transparenz schafft, sondern im Gegenteil die Erreichung des Gesetzzwecks verhindert. Da sich die Grundlage der Ausnahmen aus dem Transparenzgebot ergibt, müssen Ausnahmen aber tatsächlich auf Fälle limitiert werden, in denen eine Meldung zu widersprüchlichen oder irreführenden Signalen im Markt führt. Unrichtig ist dagegen m.E. die zum Teil in der Lehre vertretene Meinung, dass sich die Kompetenz der FINMA zur Gewährung von Ausnahmen aus Art. 20 Abs. 5 BEHG ergibt, welcher der FINMA erlaubt, Bestimmungen über den Umfang der Meldepflicht zu erlassen, und dass die EBK damit auch die Möglichkeit habe, den Umfang der meldepflichtigen Geschäfte einzuschränken bzw. zu erweitern[627]. Eine derartige Auslegung von Art. 20 Abs. 5 BEHG würde letztlich die Verordnungskompetenz der FINMA völlig vom Gesetz lösen – ein Resultat, das der Gesetzgeber sicherlich nicht wollte, da er die Voraussetzungen für die Meldepflicht in Art. 20 BEHG selber regeln und den Entscheid über die Meldepflicht nicht an die FINMA delegieren wollte. Dass der Gesetzgeber keine derartige weite Kompetenzübertragung wollte, geht vor allem auch aus der parlamentarischen Debatte über die Verschärfung der Meldepflicht im Sommer 2007 hervor; das Parlament wog alle Argumente ab, die gegen und für eine Verschärfung der Meldepflicht sprachen, und entwickelte daraus die neue Formulierung von Art. 20 Abs. 1 BEHG und Art. 20 Abs. 2bis BEHG – die gesamten Überlegungen über die Formulierung sowie das Ausmass der Meldepflicht bei Derivaten ohne Realerfüllung wären nicht notwendig gewesen, wenn die FINMA ohnehin den „Umfang" der Meldepflicht festlegen könnte.

---

625 Dazu im Einzelnen Ziff. II.G.2 hinten.

626 Gasser (2000), S. 39; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 289 zu Art. 20 BEHG; vgl. Mettier (1999), S. 168; Röthlisberger (1998), S. 143; Weber, BSK, N. 98 zu Art. 20 BEHG.

627 Weber, BSK, N. 98 zu Art. 20 BEHG stellt fest, dass die EBK damit das „Legalitätsprinzip wohl in grösstmöglichem Ausmass ausgedehnt" hat.

1. Tagesgeschäfte

Gemäss Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA ist ein vorübergehendes Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Grenzwertes innerhalb eines Börsentages nicht meldepflichtig. Daher unterliegt ein Aktionär keiner Meldepflicht, wenn er die Transaktion, die zur Überschreitung bzw. Unterschreitung eines Grenzwertes führt, innerhalb des gleichen Börsentages durch eine entgegengerichtete Transaktion kompensiert[628]. Als Börsentag gilt der gesamte Kalendertag nach mitteleuropäischer Zeit[629], sodass es möglich ist, Transaktionen an verschiedenen Börsen zusammenzuzählen, sofern sie noch am gleichen Kalendertag vorgenommen werden.

Die Ausnahme für Intraday-Geschäfte ist sachlich gerechtfertigt, da eine Überschreitung eines Grenzwertes, die noch am gleichen Börsentag kompensiert wird, im Hinblick auf die Beherrschung der Gesellschaft keinerlei Bedeutung hat. Überdies würde die schnelle Abfolge von Überschreitungs- und Unterschreitungsmeldung auch nicht zur Information der Anleger beitragen; es bestünde eher die Gefahr, dass ein Anleger, der schon aufgrund der ersten Meldung reagiert, irregeführt wird. Letztlich handelt es sich bei der Ausnahme von Intraday-Geschäften um den klarsten Fall der kurzfristigen Über- bzw. Unterschreitung, die gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA auf entsprechenden Antrag der meldepflichtigen Person von der Meldepflicht ausgenommen werden kann[630]; die FINMA konnte bei der Formulierung der Börsenverordnung davon ausgehen, dass bei einem Intraday-Geschäft die Kurzfristigkeit immer gegeben ist und kein legitimes Informationsbedürfnis besteht, das gegen eine Ausnahme spricht, sodass die Ausnahme automatisch gewährt werden kann.

2. Ausnahmen für Banken und Effektenhändler

Art. 20 Abs. 5 BEHG sieht vor, dass die FINMA für Banken und Effektenhändler in Anlehnung an international anerkannte Standards Ausnahmen von der Meldepflicht vorsehen kann. Diese Ausnahme orientiert sich an Art. 9 der EU-Transparenzrichtlinie[631]. Der Zweck dieser Ausnahmen ist es, normale Bankgeschäfte insoweit von der Meldepflicht zu entlasten, als die entsprechenden Meldungen für die Anleger in Bezug auf die Frage der Beherrschung der betroffenen Gesellschaft keinen praktisch verwertbaren Informationsgehalt

---

628 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 11; EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.1.2. Die Kompensation muss dabei gemäss dem in Ziff. II.C.3 dargestellten System von Erwerbs- und Veräusserungspositionen in der gleichen Position vorgenommen werden, und zwar, soweit es sich um Erwerbsgeschäfte handelt, entweder im Aktienbereich oder im Derivatbereich. Kompensationen zwischen Erwerbs- und Veräusserungspositionen bzw. Aktien und Derivaten im Rahmen der Erwerbsposition sind dagegen gemäss dem in Ziff. II.C.3 dargestellten Bruttoprinzip nicht möglich.

629 EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.1.2; Iffland/Gilliard (2007), S. 377.

630 Dazu Ziff. II.G.3.1.1.

631 RL 2004/109/EG. Dem europäischen Recht folgend, ist das Parlament von seiner bisherigen Haltung abgewichen, dass den einzelnen Marktteilnehmern bzw. Gruppen von Marktteilnehmern keine Ausnahmen gewährt werden; vgl. Iffland/Gilliard (2007), S. 376. Nobel (2008b), S. 3; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 13.

haben[632]. Diese Entlastung ist sachgerecht, weil die Absenkung der Meldegrenze auf 3% und die Erfassung von Veräusserungs- und Derivatpositionen im normalen Bankgeschäft zu relativ vielen Meldungen führen können und Banken mit derartigen Transaktionen normalerweise keinen Einfluss auf das Unternehmen selbst nehmen wollen[633].

Die FINMA hat von ihrer Verordnungskompetenz in Art. 18 BEHV-FINMA Gebrauch gemacht. Diese Bestimmung sieht für Banken und Effektenhändler folgende Ausnahmen von der Meldepflicht vor[634]:

2.1 Handelsbestände

Banken und Effektenhändler sind gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA von der Meldepflicht insoweit ausgenommen, als sie Aktien oder meldepflichtige Derivate im Handelsbestand halten, sofern der im Handelsbestand gehaltene Anteil 5% nicht erreicht[635], womit letztlich die Meldegrenze für derartige Bestände generell von 3 auf 5% angehoben wird[636]. Als Handelsbestände gelten Bestände, die bewirtschaftet werden, um durch die Ausnützung von kurzfristigen Schwankungen Gewinne zu realisieren[637]. Bestände, die als langfristige Anlagen gehalten werden, sowie auch Bestände, die im Rahmen von Stützungskäufen nach einer Emission oder im Zusammenhang mit einer anderen Kapitalmarkttransaktion aufgebaut werden, gelten dagegen nicht als Handelsbestände, da bei diesen das Element der kurzfristigen Ausnützung von Schwankungen fehlt[638]. Die Ausnahme für Handelsbestände ist sachgerecht, da die Bewirtschaftung von Handelsbeständen zum normalen Bankgeschäft gehört und eine Häufung von Meldungen, die dadurch entsteht, dass ein Handelsbestand um 3% schwankt, die Transparenz für die Anleger nicht erhöht.

Erreicht bzw. überschreitet ein Handelsbestand 5%, so können sich die betreffenden Banken bzw. Effektenhändler nicht mehr auf Art. 18 Abs. 1 lit. a

---

632 Iffland/Gilliard (2007), S. 377, sehen den Grund für die Einführung der Ausnahmen zugunsten von Banken und Effektenhändlern vor allem darin, dass die Revision per 1. Dezember 2007 zu einer massiven Erhöhung der Meldungen bei Banken und Effektenhändlern geführt hätte, deren Aufwand in keinem Verhältnis zum Informationsgewinn für die Anleger steht.

633 Im Sinne dieser Begründung sind die Ausnahmen für Banken und Effektenhändler gemäss Art. 18 Abs. 2 BEHV-EBK auch nur dann anwendbar, wenn die betreffende Bank bzw. der betreffende Effektenhändler keine Absicht hat, Stimmrechte auszuüben oder anderweitig auf die Geschäftsführung der Gesellschaft Einfluss zu nehmen. Nobel (2008b), S. 3.

634 Diese Ausnahmen wurden mit der Revision der BEHV-EBK vom 1. Dezember 2007 eingeführt, um Banken und Effektenhändlern, die aktiv mit Aktien oder meldepflichtigen Derivaten handeln, nicht mit Meldepflichten zu belasten, soweit Geschäfte betroffen sind, die typischerweise nicht dazu dienen, Einfluss über eine Gesellschaft zu gewinnen.

635 EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.6.3; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 14.

636 Diese Meldegrenze von 5% gilt getrennt für Erwerbs- und Veräusserungspositionen, d.h. eine Bank kann 4,9% Erwerbs- und 4,9% Veräusserungspositionen halten, ohne dass sie für die Gesamtposition meldepflichtig würde; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 3.

637 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 1.1.

638 Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.1a.

BEHV-FINMA berufen. In diesem Bereich, d.h., wenn ein Handelsbestand um den Grenzwert von 5 oder 10% schwankt, ist m.E. allerdings immer noch eine Korridorlösung auf der Basis von Art. 24 BEHV-FINMA möglich. Art. 18 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA wurde nicht eingeführt, um die Meldepflicht der Banken zu verschärfen, sondern um automatische Erleichterungen für einzelne, sonst meldepflichtige Tatbestände zu schaffen, bei denen das Transparenzbedürfnis der Anleger keine Meldung erfordert. Daher kann die Einführung dieser Bestimmung nicht zur Folge haben, dass die gemäss früherer Praxis gewährte Korridorlösung für Handelsbestände, die 5% überschreiten, wegfällt[639]. Die Gewährung einer derartigen Ausnahme führt nicht zu einer Verschlechterung der Transparenz, da Korridorlösungen publiziert werden müssen[640] und daher die Anleger wissen, welchen Bestand der betreffende Effektenhändler bzw. die entsprechende Bank ungefähr hält.

2.2 Securities Lending, Repo-Geschäfte und Sicherungsübereignungen

Gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA sind Aktien sowie meldepflichtige Derivate, die eine Bank oder ein Effektenhändler im Rahmen von Securities Lending, Repo-Geschäfte und Sicherungsübereignungen halten, nicht der Meldepflicht unterworfen, sofern diese fünf Prozent der Stimmrechte nicht erreichen[641], was den Effekt hat, dass auch für diese Geschäfte die Meldegrenze generell von 3 auf 5% angehoben wird[642]. Diese Ausnahme ist sinnvoll, da Securities-Lending-Transaktionen, Repo-Geschäfte und Sicherungsübereignungen normalerweise von Effektenhändlern und Banken nicht abgeschlossen werden, um ein Unternehmen zu beherrschen oder zu beeinflussen, sondern Teil des normalen Kreditgeschäftes sind[643].

2.3 Abwicklungstransaktionen

Sofern eine Bank bzw. ein Effektenhändler zum Zweck der Abrechnung oder Abwicklung von Geschäften Aktien oder meldepflichtige Derivate während höchstens dreier Börsentage hält, so unterliegt der betreffende Bestand gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA nicht der Meldepflicht[644]. Im Gegensatz zu den oben erwähnten Ausnahmen für Handelsbestände und Sicherungs-

---

639 Die Ausnahme für Handelsbestände wurde im Rahmen der Teilrevision der BEHV-EBK per 1. Dezember 2007 in Kraft gesetzt. Bis zu diesem Zeitpunkt gewährte die EBK Banken und Effektenhändlern aber Ausnahmen von der Meldepflicht, wenn ein Handelsbestand dauernd um einen Grenzwertschwankte. Dabei wurde wie hinten in Ziff. II.G.3.1.4 dargestellt ein „Korridor" definiert, der um den betreffenden Grenzwert lag, und festgehalten, dass eine Meldung nur erfolgen musste, wenn der Bestand über die Grenzen dieses Korridors hinausging: zu dieser Praxis im Einzelnen Weber, BSK, N. 102b zu Art. 20 BEHG.

640 Ziff. II.G.3.1.4.

641 EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.6.4; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 14; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 1.2.

642 Die Erwerbs- und Veräusserungspositionen werden bezüglich dieser Freigrenze getrennt betrachtet; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 3.

643 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 1.3; Kritisch zu dieser Ausnahme Iffland/Gilliard (2007), S. 377.

644 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 1.3.

geschäfte ist diese Ausnahme nicht auf 5% beschränkt, sodass es nur dann zur Meldepflicht kommt, wenn diese Abwicklungsgeschäfte sowie die übrigen meldepflichtigen Bestände der betreffenden Bank bzw. des betreffenden Effektenhändlers die unten dargestellte Gesamtgrenze von 10% überschreiten[645]. Diese Ausnahme ist vom Zweck der Meldepflicht aus betrachtet sinnvoll, da einerseits die Abwicklung von Kapitalmarkttransaktionen zum normalen Bankgeschäft gehört und andererseits bei einer Haltedauer von drei Tagen typischerweise weder die Möglichkeit noch die Absicht zur Beeinflussung der betreffenden Gesellschaft besteht.

Eine Ausnahme gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA kann insbesondere dann beansprucht werden, wenn eine Bank bzw. ein Effektenhändler bei der Platzierung von Aktien oder meldepflichtigen Derivaten während einer kurzen Frist derartige Titel im eigenen Namen bzw. auf eigene Rechnung hält.Werden die betreffenden Wertpapiere aber länger als drei Börsentage gehalten, so sind Bank bzw. Effektenhändler zur Meldung verpflichtet. Sie können aber in diesen Fällen eine Ausnahme für eine kurzfristige Überschreitung der Grenzwerte beantragen, wenn das kurzfristige Engagement tatsächlich allein durch die betreffende Transaktion bedingt ist und Bank bzw. Effektenhändler keine Absicht haben, die Stimmrechte an den betreffenden Aktien auszuüben[646].

2.4 Allgemeine Voraussetzungen für eine Ausnahme: Gesamtgrenze von 10%, eine Absicht zur Stimmrechtsausübung

Für die Ausnahmen, die Banken und Effektenhändler gemäss Art. 18 BEHV-FINMA geltend machen können, gilt pro Bank bzw. Effektenhändler eine Gesamtobergrenze von 10%[647]. Übersteigt der Bestand einer Bank bzw. eines Effektenhändlers diesen Grenzwert, so ist das betreffende Finanzinstitut gemäss Art. 18 Abs. 2 BEHV-FINMA verpflichtet, eine Meldung zu machen, selbst wenn es sich bezüglich des gesamten Bestandes auf einen oder mehrere der oben dargestellten Ausnahmen berufen kann[648]. Für die Berechnung der Gesamtobergrenze von 10% wird nach dem Wortlaut von Art. 18 Abs. 2 BEHV-FINMA allerdings nicht nur auf die von spezifischen Ausnahmen erfassten Bestände abgestellt, sondern auf den gesamten Bestand der Bank, d.h. auch auf Positionen, die nicht einer Ausnahme unterworfen sind, da eine Bank bzw. ein Effektenhändler sonst neben seiner gemeldeten Position noch zusätzlich eine „Ausnahmeposition“ aufbauen könnte, was gesamthaft zu einer sehr

---

645 EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.6.5; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 14.

646 Ziff. II.G.3.1.1.

647 Auch bei der Berechnung der Gesamtobergrenze von 10% werden Erwerbs- und Veräusserungspositionen getrennt betrachtet, d.h. eine Bank kann 9,9% Erwerbs- und 9,9% Veräusserungspositionen halten ohne meldepflichtig zu werden, sofern die Voraussetzungen für die entsprechenden Ausnahmen gegeben sind. Diese getrennte Betrachtung entspricht einerseits der Logik von Art. 12 BEHV-FINMA, da in dieser Bestimmung die beiden Positionen klar getrennt werden, lässt die Veräusserungsposition ohnehin keine Aussagen über die Beherrschung einer Gesellschaft erlauben; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 3.

648 EBK Erläuterungen 2007, Ziff. 2.6.6. Nobel (2008b), S. 3; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 14; Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 2.

starken Position führen würde[649]. Die Grenze von 10% ist m.E. sachgerecht, da ein Aktionär, der über 10% der Stimmrechte hält, unabhängig von der Frage der Stimmrechtsausübung von der Geschäftsleitung der betreffenden Gesellschaft als wichtiger Aktionär berücksichtigt wird und damit faktisch einen starken Einfluss hat[650]. Selbst wenn die Grenze von 10% im Rahmen einer Transaktion überschritten wird, ist es den Banken- bzw. Effektenhändlern aber möglich, eine Ausnahme gemäss Art. 24 BEHV-FINMA zu beantragen. Wie hinten in Ziff. II.G.3.1.1.1 dargestellt, kann insbesondere bei Kapitalmarkttransaktionen, welche die Grenze von 10% und allenfalls auch die Abwicklungsfrist von drei Tagen sprengen, gemäss dieser Bestimmung eine Ausnahme bzw. eine Erleichterung gewährt werden.

Art. 18 Abs. 1 BEHV-FINMA sieht im Weiteren vor, dass Banken und Effektenhändler die oben dargestellten Ausnahmen nur beanspruchen können, wenn sie keine Absicht haben, ihre Stimmrechte auszuüben oder anderweitig auf die Geschäftsführung der betreffenden Gesellschaft Einfluss zu nehmen[651]. Die Absicht zur Stimmausübung ist allerdings eine innere Tatsache, die nicht direkt nachgewiesen werden kann. Ihre Existenz kann deshalb nur anhand von äusserlich erkennbaren Indizien abgeleitet werden. Daher kann diese Ausnahme nicht beansprucht werden, wenn ein Finanzinstitut seine Aktien tatsächlich in einer Generalversammlung zur Abstimmung bringt oder andere aktienrechtliche Mitwirkungsrechte geltend macht[652]. Die Ausnahme kann aber auch nicht beansprucht werden, wenn Banken oder Effektenhändler versuchen, in faktischer Hinsicht auf eine Gesellschaft Einfluss zu nehmen, indem sie z.B. mit der Geschäftsführung der betreffenden Gesellschaft Gespräche über eine Änderung der Geschäftstätigkeit aufnehmen oder in anderer Weise der Geschäftsleitung ihre Ansichten über die „richtige“ Führung der Geschäfte mitteilen[653].

3. Die Gewährung von Ausnahmen aus wichtigen Gründen

Die oben dargestellten, generellen Ausnahmen werden dadurch ergänzt, dass die Offenlegungsstelle der betroffenen Gesellschaft auf individueller Basis Ausnahmen und Erleichterungen gewähren kann. Wird eine Ausnahme gewährt, so muss die grundsätzlich meldepflichtige Person wegen der betreffenden Transaktion keine Meldung erstatten. Wird eine Erleichterung gewährt,

---

649 A.M. Iffland/Gilliard (2007), S. 377, die davon ausgehen, dass sich die 10%-Grenze nur auf die von Ausnahmen erfassten Bestände bezieht. M.E. ist die Begründung dieser Position jedoch nicht überzeugend, da eine Bank unter Zurhilfenahme der verschiedenen Ausnahmen (v.a. Handelsbestand und Securities Lending) andernfalls unbemerkt eine sehr hohe Position aufbauen könnte.

650 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 18. April 2008 (I/08) Ziff. 2.

651 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 14.

652 Z.B. Beantragung einer ausserordentlichen Generalversammlung i.S. von Art. 699 OR.

653 Teilt ein Aktionär, der zwischen 5 und 10% der Aktien hält, einer kotierten Gesellschaft brieflich oder sogar öffentlich (z.B. Zeitungsinterview etc.) mit, dass er mit der Führung der Geschäfte nicht einverstanden ist, so hat dies faktisch bereits einen starken Einfluss auf das Verhalten der Leitungsorganeder betreffenden Gesellschaft.

so muss zwar eine Meldung erstattet werden, diese gestaltet sich aber je nach Art der Erleichterung einfacher als die normale Meldung[654].

3.1 Gründe für Ausnahmen

Gemäss Art. 24 Abs. 1 BEHV-FINMA sind die Offenlegungsstellen der Börsen befugt, aus wichtigen Gründen Ausnahmen oder Erleichterungen von der Melde- und Veröffentlichungspflicht zu gewähren[655]. Der Zweck von Ausnahmen liegt darin, die Meldungen zu vermeiden, die für das Publikum keinen sinnvollen Informationsgehalt ergeben. Zweck der Erleichterungen ist es dagegen, den Aufwand für die meldepflichtige Person zu beschränken, wenn die Anwendung der normalen Bestimmungen über die Meldung in einem spezifischen Fall zu übermässigen Aufwendungen führen würde. Ob in einem konkreten Fall eine Ausnahme oder Erleichterung möglich ist, muss aber immer aufgrund einer Abwägung der Interessen der Aktionäre der betreffenden Gesellschaft an einer Offenlegung einerseits und der Interessen der meldepflichtigen Person an der Vermeidung unnötiger Meldungen andererseits entschieden werden[656]. Dem Zweck des Börsengesetzes entsprechend ist die Sicherstellung der Transparenz für die Offenlegungsstelle Richtschnur für die Entscheidung, ob Ausnahmen oder Erleichterungen gewährt werden[657].

In der Praxis kommt es aufgrund der vorne dargestellten Interessenabwägung nur dann zu einer Ausnahme bzw. Erleichterung, wenn dadurch die Transparenz für die Anleger nicht eingeschränkt wird; richtigerweise werden letztlich nur Erleichterungen bzw. Ausnahmen bei Meldungen gewährt, die keinen für die Aktionäre der Gesellschaft relevanten Informationsgehalt haben[658]. Dagegen kann es Ausnahmen allein wegen eines allfälligen Geheimhaltungsinteresses des betroffenen Aktionärs geben[659]. Die dementsprechend zurückhaltende Praxis der Offenlegungsstelle der SIX[660] ist m.E. auch deshalb gerechtfertigt, weil die Verpflichtung zur Offenlegung nur einen geringfügigen Eingriff in die Rechtsposition des betreffenden Aktionärs darstellt und ihm auch nur minimale Kosten verursacht[661] und so die Interessenabwägung zwischen den Publikumsaktionären und dem meldepflichtigen Aktionär immer dann zugunsten

---

654 Mettier (1999), S. 168; Gotschev (2005), S. 113 ff.

655 Mettier (1999), S. 168; Röthlisberger (1998), S. 143; Weber, BSK, N. 98 zu Art. 20 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 289 zu Art. 20 BEHG.

656 Mettier (1999), S. 169; Gotschev (2005), S. 113 f.; Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1.1a; Gasser (2000), S. 41 ff.

657 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 298 zu Art. 20 BEHG; vgl. Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.A.

658 Damit entspricht die Praxis letztlich auch den Forderungen von Gasser (2000), S. 42 ff.; Mettier (1999), S. 169; vgl. Gotschev (2005), S. 113 f.

659 Gasser (2000), S. 40; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 291 zu Art. 20 BEHG.

660 Gasser (2000), S. 42 ff.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 299 zu Art. 20 BEHG.

661 Dies erklärt auch, weshalb Ausnahmen von der Meldepflicht wesentlicher seltener gewährt werden als Ausnahmen von der Übernahmepflicht, die zu einer wesentlich stärkeren Belastung des betroffenen Aktionärs führt (vgl. dazu Ziff. III.J.5.2).

der Publikumsaktionäre ausgeht, wenn diese durch die Meldung eine nützliche Information erhalten.

Im Sinne der vorne dargestellten Grundgedanken und auf der Basis der in Art. 24 Abs. 1 BEHV-FINMA aufgeführten Beispiele wichtiger Gründe bewilligt die Offenlegungsstelle der SIX in folgenden Situationen Ausnahmen bzw. Erleichterungen:

3.1.1 Kurzfristige Über- bzw. Unterschreitung der Grenzwerte

Wenn eine Person einen Grenzwert nur kurzfristig erreicht bzw. über- oder unterschreitet, kann die Offenlegungsstelle gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA eine Ausnahme von der Meldepflicht gewähren[662]. Im Sinne der vorne dargestellten Erwägungen zum wichtigen Grund ist eine derartige Ausnahme deshalb gerechtfertigt, weil es in einer derartigen Situation ohne Gewährung einer Ausnahme innert kurzer Frist zu zwei Meldungen kommt, die sich inhaltlich aufheben, was nicht zur Transparenz beiträgt[663]. Überdies würde bei der Meldung kurzfristiger Überschreitungen im Zusammenhang mit Kapitalmarkttransaktionen, d.h. vor allem bei der Festübernahme neuer Aktien im Rahmen von Kapitalerhöhungen, beim Publikum der falsche Eindruck entstehen, dass ein Bankenkonsortium einen bedeutenden Anteil an der betreffenden Gesellschaft erworben hat, was in Anbetracht der sofortigen Platzierung der Aktien eine Fehlinformation wäre.

In der Praxis werden Ausnahmen aufgrund kurzfristigen Überschreitens eines Grenzwertes nur dann gewährt, wenn während dieser Überschreitung die Stimmrechte nicht ausgeübt werden. Würden Stimmrechte ausgeübt, so geht die Offenlegungsstelle der SIX davon aus, dass der betreffende Aktienbesitz für die anderen Aktionäre relevant ist, und gewährt keine Ausnahme[664].

Keine Ausnahme muss beantragt werden, wenn die Über- bzw. Unterschreitung des betreffenden Grenzwertes noch am gleichen Börsentag durch eine entgegengesetzte Transaktion kompensiert wird, da, wie vorne in Ziff. II.G.1 dargestellt, Intraday-Transaktionen von der Meldepflicht generell ausgenommen sind. Das Gleiche gilt auch, wenn eine Bank oder ein Effektenhändler Aktien oder meldepflichtige Derivate nur für höchstens drei Börsentage zum Zwecke der Abrechnung oder Abwicklung von Transaktionen hält, da Art. 18 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA derartige Transaktionen generell von der Meldepflicht ausnimmt[665], sofern der betreffende Bestand 10% nicht überschreitet und die Bank bzw. der Effektenhändler nicht beabsichtigt, die Stimmrechte an diesen Aktien auszuüben.

---

662 In der Literatur wird der Begriff „kurzfristig“ als 20 Tage bzw. drei bis vier Wochen ausgelegt. Vgl. dazu Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 301 zu Art. 20 BEHG; Gasser (2000), S. 41; Mettier (1999), S. 170 f.

663 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 303 zu Art. 20 BEHG.

664 Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 15; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz N. 302 zu Art. 20 BEHG; Gasser (2000), S. 40.

665 Dazu Ziff. II.G.2.3 vorne.

Ausnahmen wegen kurzfristigen Haltens werden primär im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen und ähnlichen Kapitalmarkttransaktionen gewährt, bei denen eine Partei kurzfristig Aktien übernimmt, die nachher sofort wieder bei Dritten platziert werden[666]. Die Offenlegungsstelle der SIX hat ihre Praxis zu derartigen Ausnahmen in der Mitteilung I/09[667] veröffentlicht und dabei für Festübernahmen im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen gewisse Erleichterungen und Ausnahmen gewährt. Die Gewährung dieser Ausnahmen setzt voraus, dass die betreffenden Aktien ausschliesslich zwecks späterer Platzierung im Publikum übernommen werden, die Platzierungsdauer kurz ist und die Personen, welche die Platzierung vornehmen, keine Absicht haben, auf die Geschäftsführung der Gesellschaft durch die Ausübung der Stimmrechte Einfluss zu nehmen[668].

Im Einzelnen gestaltet sich die Lage bei Kapitalmarkttransaktionen wie folgt:

- IPOs

  Bei IPOs besteht für das platzierende Bankenkonsortium keine Meldepflicht, da es die Aktien vor der Kotierung erwirbt und im Zeitpunkt der Kotierung an die Anleger verkauft. Das betreffende Bankenkonsortium hat daher während der Zeit, in der die Aktien kotiert sind, gar keinen meldungspflichtigen Bestand[669]. Bei einem IPO kann sich folglich eine Meldepflicht nur ergeben, wenn die Banken nach der Kotierung mangels Kotierungserfolges aufgrund ihrer Festübernahme noch eine Anzahl von Aktien halten, welche die für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte erreicht bzw. übersteigt[670]. In diesem Fall gilt die unten für Kapitalerhöhungen dargestellte Regelung.

- Kapitalerhöhung bereits kotierter Gesellschaften

  Bei Kapitalerhöhungen bereits kotierter Gesellschaften haben die Banken, welche die neu ausgegebenen Aktien im Rahmen einer Festübernahme erwerben, grundsätzlich eine Meldepflicht, da sie mit der Festübernahme Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft erwerben und aufgrund des gemeinsamen Erwerbs und Verkaufs der Aktien auch eine

---

666 Jahresbericht 2000 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.1; Jahresbericht 1999 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.b. Dauert die Transaktion nur drei Tage, so können Banken und Effektenhändler sich auch auf eine Ausnahme gemäss Art. 16a Abs. 1c BEHV-EBK berufen. Dazu Ziff. II.G.2.3.

667 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 1.

668 Jahresbericht der Offenlegungsstelle SWX 1998, Ziff. 3.1.1.c; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 312 zu Art. 20 BEHG.

669 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 1; Stadelmann/Widmer (2008), S. 156.

670 Vgl. Gasser (2000), S. 46; Schleiffer (2006), S. 139. Die Aktionäre, welche der Meldepflicht unterstehen, weil sie ihre Beteiligung auch nach dem IPO behalten, müssen im Prospekt offengelegt werden, wobei die Gesellschaft diese Beteiligungen innert 2 Börsentagen nach dem IPO über die elektronische Veröffentlichungsplattform gemäss Art. 23 Abs. 1 BEHV-FINMA veröffentlichen muss, Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 1.

Gruppe bilden[671]. Soweit bei der betreffenden Transaktion ein Prospekt veröffentlicht wird, wird die Meldepflicht gemäss der vorne erwähnten Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX aber dadurch erfüllt, dass das Bankenkonsortium seine Mitglieder und die Anzahl der Aktien, die übernommen werden, im Prospekt veröffentlicht; somit macht die Veröffentlichung des Prospektes die Meldung der Aktionäre überflüssig[672]. Die Gesellschaft muss die entsprechenden Meldungen aber auf der elektronischen Veröffentlichungsplattform gemäss Art. 23 Abs. 1 BEHV-FINMA veröffentlichen[673]. Diese Regelung gilt auch für eine Over-Allotment-Option (Green Shoe), was dazu führt, dass die im Rahmen einer derartigen Option übernommenen Aktien zusammen mit dem übrigen Bestand des Bankenkonsortiums im Prospekt aufgeführt werden müssen[674]. Das Gleiche gilt auch für andere Call- und Put-Optionen, welche zwischen der Gesellschaft und den Emissionsbanken im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion vereinbart werden[675]. Wird dagegen kein Prospekt publiziert[676], so muss das Bankenkonsortium innert vier Tagen nach Unterzeichnung der Festübernahmevereinbarung ein Gesuch um eine Ausnahme von der Meldepflicht stellen[677]; ein derartiges Gesuch wird im Allgemeinen bewilligt, wenn aus der Transaktionsplanung hervorgeht, dass die betreffenden Banken die Aktien nur kurzfristig halten werden und der Zweck der Transaktion darin liegt, die Aktien bei Anlegern zu platzieren.

- Die Auswirkung von Kapitalmarkttransaktionen auf Aktionäre

  Eine Ausnahme wegen nur kurzfristiger Überschreitung kann auch erteilt werden, wenn ein Aktionär bei einer Kapitalumstrukturierung aufgrund der Abfolge der Beschlüsse der Generalversammlung und der Handelsregistereinträge kurzfristig einen Grenzwert erreicht bzw. unter- oder überschreitet[678]. Zu einer derartigen kurzfristigen Überschreitung kann es z.B. kommen, wenn ein Aktionär bei einer Kapitalerhöhung Aktien und Stimmrechte erwirbt, bevor die Kapitalerhöhung im Handelsregister eingetragen worden ist[679]. Das Gleiche gilt auch für eine kurzfristige Unterschreitung eines Grenzwertes, die eintritt, weil ein Aktionär in einer Ka-

---

671 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 46 zu Art. 20 BEHG; Schleiffer (2006), S. 142; Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1.1.C.; Stadelmann/Widmer (2008), S. 155, mit detaillierter Darstellung der Angaben, die im Prospekt gemacht werden müssen, auf S. 158 f.

672 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 2 f.; Schleiffer (2006), S. 139.

673 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 2.

674 Schleiffer (2006), S. 143 f.; Stadelmann/Widmer (2008), S. 156.

675 Stadelmann/Widmer (2008), S. 156.

676 Vgl. Art. 38 KR über die Ausnahmen von der Pflicht, einen Prospekt zu publizieren.

677 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 2 f.; Schleiffer (2006), S. 142 f.

678 Gasser (2000), S. 46; vgl. Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle der SWX Ziff. 3.1.1.d.

679 Dies kann dazu führen, dass der betreffende Aktionär kurzfristig einen Grenzwert überschreitet, da er im Verhältnis zu dem im Handelsregister eingetragenen Kapital einen höheren Anteil hat.

pitalerhöhung, die mit Festübernahme durch ein Bankenkonsortium durchgeführt wird, erst nach dem Eintrag der Kapitalerhöhung im Handelsregister durch Ausübung seiner Bezugsrechte Aktien erwirbt und deshalb sein Anteil unmittelbar nach der Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister unter einen der gemäss Art. 20 BEHG relevanten Grenzwerte gesunken ist[680].

3.1.2 Keine Absicht zur Stimmrechtsausübung

Die Offenlegungsstelle kann gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA auch dann eine Ausnahme gewähren, wenn der Aktienbesitz einer Person einen der massgebenden Grenzwerte während eines Zeitraums überschreitet, die über die von Art. 24 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA erfasste „kurze Frist" hinausgeht, sofern der betreffende Aktionär nicht die Absicht hat, seine Stimmrechte auszuüben. Sachlich kann diese Ausnahme damit gerechtfertigt werden, dass die Meldepflicht die Offenlegung der Stimmrechtsverhältnisse bezweckt und deshalb das Informationsinteresse der Publikumsaktionäre gering ist, wenn eine Person Aktien erwirbt, die Stimmrechte aber nicht ausüben will[681]. Diese Begründung steht allerdings im Widerspruch zu Art. 20 Abs. 1 BEHG, der ausdrücklich vorsieht, dass auch Aktien von der Meldepflicht erfasst werden, deren Stimmrechte nicht ausgeübt werden können[682]. Da überdies auch kaum verlässlich nachgewiesen werden kann, dass ein Aktionär die Absicht hat, seine Stimmrechte nicht auszuüben[683], kann von dieser Ausnahme nur sehr restriktiv Gebrauch gemacht werden. M.W. wurden bisher in der Praxis aufgrund von Art. 24 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA noch keine Ausnahmebewilligungen an Personen erteilt, welche Aktien während einer Periode hielten, die über die für Art. 24 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA massgebende kurze Frist hinausging[684]. Eine derartige strenge Praxis ist m.E. folgerichtig, da das Ziel der Transparenz gegenüber den Anlegern die Offenlegung jeder langfristigen Beteiligung erfordert. Letztlich verschieben sich die Stimmrechtsverhältnisse bei einer Gesellschaft durch den Erwerb einer grossen Position auch dann, wenn der betreffende Inhaber nicht beabsichtigen sollte, seine Stimmrechte auszuüben, da in einem derartigen Fall die übrigen Stimmrechte proportional an Bedeutung gewinnen[685].

---

680 Dies kann dazu führen, dass der betreffende Aktionär in der Zeit zwischen der Eintragung der Kapitalerhöhung und der Ausübung der Bezugsrechte einen Grenzwert unterschreitet, da er während dieser Zeitspanne einen im Verhältnis zu dem im Handelsregister eingetragenen Kapital tieferen Anteil hat.

681 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 304 zu Art. 20 BEHG.

682 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. II.C.1 vorne.

683 Gasser (2000), S. 41; Weber, BSK, N. 100 zu Art. 20 BEHG; vgl. zu den Problemen betreffend Feststellung der Absicht zur Stimmrechtsausübung: Mettier (1999), S. 170.

684 Vgl. Gasser (2000), S. 41 ff., der eine restriktive Anwendung dieses Ausnahmetatbestandes empfiehlt.

685 Gotschev (2005), S. 115.

3.1.3 Bedingte Transaktionen

Wie vorne dargestellt, sind auch bedingte Transaktionen grundsätzlich meldepflichtig. Die Offenlegungsstelle kann gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA bei einer bedingten Transaktion aber eine Ausnahme bzw. Erleichterung gewähren, indem sie den betroffenen Parteien erlaubt, den Erwerb erst zu melden, wenn die Bedingung eingetreten und der Vertrag damit rechtsverbindlich geworden ist[686]. Die Gewährung einer Ausnahme in einem solchen Fall ist allerdings nur dann sinnvoll, wenn die Erfüllung der Bedingung als unsicher erscheint und das Publikum durch die Mitteilung des Erwerbs deshalb geradezu irregeführt würde[687]. Eine derartige Ausnahme kann auch bei einer Fusion gewährt werden, da der Abschluss des Fusionsvertrages im Hinblick auf die Meldepflicht als bedingter Erwerb betrachtet wird, der unter dem Vorbehalt steht, dass die Generalversammlungen der beteiligten Unternehmen der Fusion zustimmen; in diesen Fällen erlaubt es die Offenlegungsstelle, die Meldung erst nach dem Beschluss der Generalversammlung zu publizieren[688].

Keine Ausnahmen werden allerdings bei Optionen gewährt, d.h. bei Kaufverträgen, die einer reinen Potestativbedingung unterworfen sind, da die Offenlegungsstelle in diesen Fällen nicht von der ausdrücklichen Meldepflicht für Optionen in Art. 15 BEHV-FINMA abweichen kann[689].

3.1.4 Handelsbestände

Art. 18 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA gewährt nur bezüglich der Handelsbestände von Effektenhändlern und Banken eine generelle Ausnahme. Hält eine Gesellschaft selbst einen Bestand eigener Aktien, die sie als Handelsbestand bewirtschaftet, so kann sie sich nicht auf diese Ausnahme berufen. Das Gleiche gilt auch für einen institutionellen Investor, der einen Handelsbestand bewirtschaftet[690]. Schwankt allerdings ein derartiger Bestand dauernd um einen Grenzwert, so gewährt die Offenlegungsstelle für den betreffenden Titel insoweit eine Ausnahme von der Meldepflicht, als Bestandesschwankungen innerhalb einer bestimmten Bandbreite („Korridor“) nicht gemeldet werden müs-

---

686 Vgl. Hirsch (1996), S. 81; vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 16; Gasser (2000), S. 41.

687 Weber, BSK, N. 102 f. zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 171; Gotschev (2005), S. 115 f.; Gasser (2000), S. 115; vgl. Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.e; Schleiffer (2006), S. 135; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 308 zu Art. 20 BEHG hält allerdings fest, dass die Offenlegungsstelle der SWX zum Teil grosszügiger ist.

688 Empfehlung der Offenlegungsstelle zur Offenlegung von Beteiligungen im Zusammenhang mit der Fusion der SBG und des SBV vom 12. März 1998. In diesem konkreten Fall ist die Offenlegungsstelle allerdings über ihre sonst restriktive Haltung hinausgegangen, da sie einen Aufschub der Bekanntgabe nicht nur bis zum Entscheid der Generalversammlungen, sondern bis zur Erteilung aller wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen erlaubte; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 308 zu Art. 20 BEHG.

689 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. II.C.2.1.2.

690 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. März 2000 (II/00); Mettier (1999), S. 173 f.; Henckel-Donnersmarck (1999), S. 161 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 55 zu Art. 20 BEHG. Eine entsprechende Ausnahme wurde von der EBK bei der Ausarbeitung der damaligen BEHV-EBK im Übrigen ausdrücklich abgelehnt.

sen[691]. Damit kann ein ständiger Fluss von Meldungen, die sich gegenseitig immer wieder aufheben und deshalb mehr Verwirrung als Transparenz schaffen, vermieden werden[692]. Als Handelsbestände, für die eine Ausnahme erteilt werden kann, gelten dabei in Anlehnung an die Mitteilung der Offenlegungsstelle von der SWX vom 18. April 2008 (I/08) Aktienbestände, die bewirtschaftet werden, um durch die Ausnützung von kurzfristigen Kursschwankungen Gewinne zu realisieren, oder verwendet werden, um Optionspositionen dynamisch abzusichern[693].

Bestände, die im Rahmen von Stützungskäufen nach einer Emission oder einer anderen Kapitalmarkttransaktion aufgebaut werden, gelten dagegen nicht als Handelsbestände, da sie nicht zur Ausnützung von Kursschwankungen aufgebaut werden[694]. Die Offenlegungsstelle der SWX hat die Grundsätze für die Gewährung von Ausnahmen bzw. Erleichterungen bei Handelsbeständen in ihrer Mitteilung II/00[695] festgelegt. Gemäss dieser Mitteilung können Gesuche für eine „Korridorlösung“ unter folgende Voraussetzungen gestellt werden:

- Ein Gesuch muss titelspezifisch abgefasst sein, d.h., es kann nicht eine allgemeine Erleichterung für alle Handelsbestände gewährt werden, sondern immer nur für einen bestimmten Titel.

- Die Gründe, weshalb der Handelsbestand um einen der in Art. 20 BEHG aufgeführten Grenzwerte schwankt, müssen glaubhaft gemacht werden, indem eine bestimmte Handelsstrategie dargestellt wird, die zu den entsprechenden Schwankungen führt. Dies ist insbesondere dann möglich, wenn die betreffende Person Optionen ausgegeben hat, die sie mit Delta Hedging absichert; je nach Grösse der Position können die im Rahmen des Delta Hedging notwendigen Käufe und Verkäufe tatsächlich dazu führen, dass der meldepflichtige Bestand immer um einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert schwankt und damit immer wieder eine Meldung ausgelöst würde, wenn keine „Korridorlösung“ erlaubt wird.

- Das erstmalige Erreichen bzw. Überschreiten eines gesetzlichen Grenzwertes muss in jedem Fall gemeldet werden. Zusätzlich muss auch die Erleichterung mit Darstellung des Korridors in der ersten Meldung offengelegt werden.

---

691 Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle vom 20. März 2000 (II/00), Ziff. 2; Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.a; Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.1; vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 74 zu Art. 20 BEHG; Iffland/Vaisy (2000), S. 137; Gasser (2000), S. 45. Zu den Handlungsbeständen der Gesellschaft selbst: Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.1; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 336 zu Art. 20 BEHG; Metier, Offenlegung, S. 175.

692 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 317 zu Art. 20 BEHG.

693 Sichert eine Gesellschaft z.B. Call-Optionen, die sie ihren Arbeitnehmern ausgegeben hat, durch Delta Hedging ab, so schwankt der entsprechende Aktienbestand dauernd.

694 Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.a.

695 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. März 2000 (II/00).

3.1.5 Stützungskäufe

Bei Stützungskäufen hat die betroffene Gesellschaft ein hohes Geheimhaltungsinteresse, da die Wirkung von Stützungskäufen verpufft, wenn dem Publikum bekannt ist, dass der Kurs nur aufgrund derartiger Transaktionen hoch ist[696]. Die Offenlegungsstelle der SIX lehnt jedoch Erleichterungen oder Ausnahmen bei Stützungskäufen ab, da die Tatsache, dass der Kurs durch Stützungskäufe beeinflusst wird und diese ein derart grosses Ausmass erreichen, dass einer der Grenzwerte im Sinne von Art. 20 BEHG überschritten wird, eine für die Publikumsaktionäre wesentliche Information darstellt[697]. M.E. ist diese restriktive Haltung der Offenlegungsstelle der SIX richtig, da das Informationsbedürfnis des Publikums bezüglich der Beeinflussung von Kursen wesentlich höher zu werten ist als das Geheimhaltungsinteresse einer Gesellschaft, die durch Stützungstransaktionen die Kurse ihrer Aktien im Zusammenhang mit einer Kapitalmarkttransaktion künstlich hoch halten will.

3.1.6 Grosse, umfangreiche Gruppen

Ist eine Gruppe sehr umfangreich, was insbesondere bei Gruppen vorkommt, die aufgrund von Veräusserungsverboten in einer Lock-up-Vereinbarung oder in Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen gebildet werden, so gewährt die Offenlegungsstelle der SIX Erleichterung bezüglich der Nennung der individuellen Mitglieder. In derartigen Fällen genügt die allgemeine Umschreibung der Gruppe sowie die Nennung der Aktionäre, welche mehr als 3% der Aktien halten[698]. Wird ein Lock-up im Zusammenhang mit einem IPO oder einer anderen Kapitalmarkttransaktion vereinbart, bei der ein Prospekt veröffentlicht wird, so genügt nach der Praxis von Offenlegungsstelle und FINMA die Nennung der betreffenden Personen im Prospekt, während auf eine Meldung vollumfänglich verzichtet werden kann[699].

3.2 Gesuch an die Offenlegungsstelle

Das Gesuch um Gewährung einer Ausnahme oder um Erleichterung von der Meldepflicht muss der zuständigen Offenlegungsstelle vor der Durchführung des beabsichtigten Geschäftes unterbreitet werden, da gemäss Art. 24 Abs. 3 BEHV-FINMA für bereits abgeschlossene Geschäfte keine Ausnahmen mehr gewährt werden können[700]. Bei Kapitalmarkttransaktionen, die schnell abgewickelt werden müssen, wie z.B. die Übernahme eines grossen Aktienbestandes zur Weiterplatzierung im Blockhandel, genügt es allerdings nach der Praxis

---

696 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 325 zu Art. 20 BEHG; vgl. Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.a.

697 Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.3.1.a; Schleiffer (2006), S. 158.

698 Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 7. April 2009 (I/09), Ziff. 5.3 f.; Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff.3.2.1; Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1.3.4; Jahresbericht 2005 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.2.3.

699 EBK Jahresbericht 2005, S. 90.

700 Meier-Schatz, Meldepflicht, S. 53; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 290 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 171.

der Offenlegungsstelle der SIX, das Gesuch gleichzeitig mit dem Abschluss des betreffenden Geschäftes einzureichen[701].

Ein Gesuch um Gewährung einer Ausnahme bzw. Erleichterung kann im Übrigen in dem Sinne mit einem Gesuch um einen Vorabentscheid über die Meldepflicht verbunden werden, dass die betroffene Person im Hauptstandpunkt geltend macht, dass keine Meldepflicht besteht, und nur einen Eventualantrag auf eine Ausnahme bzw. einer Erleichterung von der Meldepflicht stellt[702].

---

701 Als gleichzeitig wird dabei erachtet, wenn die betreffende Meldung am Tag des Geschäftsabschlusses bis 24.00 Uhr per Fax bei der Offenlegungsstelle eintrifft; Jahresbericht 1998 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.1.b; Gasser (2000), S. 47; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 310 zu Art. 20 BEHG.

702 Mettier (1999), S. 177; Gotschev (2005), S. 112.

H. INHALT DER MELDUNG, BEHÖRDEN UND SANKTIONEN

1. Die Meldung

1.1 Meldepflicht und Frist

Die meldepflichtige Person muss die Meldung gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHV-FINMA innert vier Börsentagen nach Entstehen der Meldepflicht gegenüber der Gesellschaft sowie auch gegenüber der Börse, an der die betreffenden Aktien kotiert sind, erstatten[703]. Der Fristenlauf wird gemäss Art. 11 BEHV-FINMA ausgelöst, wenn die meldepflichtige Person durch Vertrag oder auf andere Weise einen durchsetzbaren Anspruch auf die betreffenden Aktien bzw. auf eine Rechtsposition erhalten hat, welche als indirekter Erwerb betrachtet wird[704]. Der Fristenlauf beginnt nach dem Text von Art. 8 Abs. 1 BEHV-FINMA einen Tag nach Entstehen der Meldepflicht[705]. Diese Frist kann gemäss Art. 7 Abs. 1 BEHV-FINMA durch Telefax oder E-Mail gewahrt werden, sofern das Original spätestens am nächsten Werktag nachgereicht wird.

Diese Frist von vier Börsentagen gilt auch, falls eine Änderung der meldepflichtigen Tatsachen eingetreten ist und deshalb gemäss Art. 21 Abs. 4 BEHV-FINMA eine neue Meldung über denselben Bestand zu machen ist. In diesen Fällen wird der Fristenlauf mit dem Eintritt der Änderung ausgelöst[706].

Die Frist von vier Börsentagen wurde im Zeitpunkt, in den die BEHV-EBK erlassen wurde, als kurz betrachtet und sollte im Sinne der Ziele von Art. 20 BEHG dazu dienen, für alle Beteiligten schnell grösstmögliche Transparenz zu schaffen und heimliche Übernahmen zu verhindern[707]. Die Praxis zeigt nun allerdings, dass die Frist von vier Börsentagen, zu der noch die Frist zur Veröffentlichung von Meldungen von zwei weiteren Börsentagen kommt, zu lange ist; der meldepflichtige Aktionär hat aufgrund dieser Fristen rund zehn bis zwölf Kalendertage Zeit, um seine Position weiter auszubauen, bevor die Meldung veröffentlicht wird. Dies ermöglicht es insbesondere bei einem Übernahmeversuch, eine relativ grosse Position zu erwerben, bevor der Aufbau der Beteiligung dem Publikum mitgeteilt wird. Bei der Revision des Melderechts per 1.1.2009 wurden diese Fristen jedoch nicht geändert.

---

703 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 280 zu Art. 20 BEHG; Nobel (2004b), S. 930; Gotschev (2005), S. 111.

704 Weber, BSK, N. 104 zu Art. 20 BEHG; von der Crone (1996), S. 56; von der Crone (1996), S. 66. Dies gilt auch bei Fusionen und Abspaltungen; die Frist beginnt in diesen Fällen im Zeitpunkt, in dem der entsprechende Vertrag abgeschlossen worden ist. Bei einer „passiven“ Unter- bzw. Überschreitung eines Grenzwertes durch eine Veränderung der Gesamtzahl der Stimmen wird die Frist dagegen gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHV-FINMA durch die Publikation der entsprechenden Veränderung im "Schweizerischen Handelsamtblatt" ausgelöst. Jahresbericht 2004, Offenlegungsstelle der SWX Ziff. 3.2.

705 Mettier (1999), S. 85; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 287 zu Art. 20 BEHG.

706 Gotschev (2005), S. 110; Mettier (1999), S. 184.

707 Von der Crone (1995) S. 68; Röthlisberger (1998), S. 139; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 287 zu Art. 20 BEHG.

Das Meldeverfahren basiert weitgehend auf der spontanen Mitwirkung der meldepflichtigen Personen und der kotierten Gesellschaften[708]. Die Offenlegungsstellen der Börsen und die FINMA schreiten in diesem Verfahren nur ein, wenn eine Meldung nicht oder inhaltlich unrichtig erstattet wird. Die Praxis zeigt, dass dieses Verfahren sehr gut funktioniert, da die überwiegende Anzahl aller Meldungen ohne Probleme und fehlerfrei erstattet wird, ohne dass ein Eingreifen der Offenlegungsstelle bzw. der FINMA notwendig wäre.[709]

1.2 Die Erfüllung der Meldepflicht bei Gruppen

Soweit eine Gruppe meldepflichtig ist, muss nur eine einzige Meldung für den Gesamtbestand der Gruppe erstattet werden; die einzelnen Mitglieder müssen ihre Positionen nicht noch zusätzlich melden[710].

Sofern eine Gruppe meldepflichtig ist, haben die einzelnen Mitglieder eine solidarische Verpflichtung, die erforderliche Gruppenmeldung innert der gesetzlichen Frist abzugeben. Dies löst im Normalfall unter den Mitgliedern der Gruppe einen entsprechenden Koordinationsbedarf aus, da weder Gesetz noch Verordnung festlegen, welches Mitglied der Gruppe die Meldung zu erstatten hat[711]. Reicht ein Mitglied in Erfüllung dieser Pflicht die Mitteilung ein, so sind alle anderen Gruppenmitglieder von ihrer Meldepflicht befreit[712]; reicht dagegen kein Mitglied eine Gruppenmeldung ein, so setzen sich alle Mitglieder den Sanktionen gemäss Art. 41 und 20 Abs. 4 BEHG aus.

1.3 Mitwirkungspflichten der Gesellschaft

Sobald eine kotierte Gesellschaft Kenntnis von einer Über- oder Unterschreitung der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte hat[713], der betreffende Aktionär aber keine Meldung erstattet hat, muss die Gesellschaft die vermutete Über- bzw. Unterschreitung des Grenzwertes gemäss Art. 20 Abs. 4 BEHG

---

708 Vgl. Tschäni (2004a), S. 207, der von einer „Selbstdeklaration" spricht.

709 Gemäss dem Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle SWX (Ziff. 5.1) musste die Offenlegungsstelle der SWX bei insgesamt 410 Meldungen in 34 Fällen eine Meldepflichtverletzung annehmen; zur überwiegenden Mehrheit handelt es sich dabei allerdings nur um Fristverletzungen (25 Fälle), während beim geringeren Teil vorgängige Änderungen in der Gruppenstruktur nicht gemeldet worden waren (5 Fälle). Nach den Angaben der Offenlegungsstelle SWX kommt es aber gerade bei der Meldung von Gruppen sowie der Darstellung von indirekten Besitzverhältnissen immer wieder zu Problemen und Unsicherheiten, sodass die Offenlegungsstelle die Meldung vor ihrer Veröffentlichung korrigieren muss; Jahresbericht 2004, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 4.2.

710 Kistler (2001), S. 106; von der Crone (1995), S. 65; von der Crone (1996), S. 61.

711 Weber, BSK, N. 95 und 97 zu Art. 20 BEHG; Druey (1997), S. 42 ff.; Mettier (1999), S. 133 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 220 zu Art. 20 BEHG.

712 Mettier (1999), S. 132; Gotschev (2005), S. 173; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 221 zu Art. 20 BEHG.

713 Diese Erkenntnis kann sich z.B. aus den Gesuchen zur Eintragung in das Aktienregister ergeben, Schleiffer (2006), S. 140; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 46 zu Art. 20 BEHG.

der FINMA melden[714]; diese nimmt dann die entsprechenden Abklärungen vor bzw. erteilt der Offenlegungsstelle den Auftrag abzuklären, ob eine Anmeldung notwendig ist[715].

Kotierte Gesellschaften haben gemäss Art. 20 Abs. 4 BEHG zwar eine Pflicht, der FINMA eine Anzeige zu erstatten, wenn sie Grund zur Annahme haben, dass ein Aktionär seiner Meldepflicht nicht nachgekommen ist; sie haben aber keine Pflicht, eigene Nachforschungen anzustellen, sodass sie auf eine laufende Überwachung des Handels in ihren Aktien und ähnliche Massnahmen verzichten können[716].

2. Veröffentlichung der Meldung

Sobald eine Gesellschaft eine Meldung erhalten hat, muss sie diese gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHV-FINMA innert zwei Börsentagen[717] nach Erhalt über die von der zuständigen Offenlegungsstelle[718] betriebene elektronische Veröffentlichungsplattform[719] veröffentlichen. Soweit die betreffende Offenlegungsstelle keine elektronische Veröffentlichungsplattform betreibt, muss die Gesellschaft die Meldung sowohl im „Schweizerischen Handelsamtsblatt“ als auch mindestens in einem der elektronischen Medien, welche Börseninformationen publizieren und bei Anlegern weit verbreitet sind[720], veröffentlichen[721].

Die Frist von zwei Tagen beginnt gemäss Art. 8 Abs. 1 BEHV-FINMA am Tag nach Eintreffen der Meldung[722]. Wird dieser Fristenlauf zur viertägigen Frist für die Meldung des Aktionärs an die Gesellschaft addiert, so zeigt sich, dass die

---

714 In der Praxis macht die Gesellschaft den betreffenden Aktionär aber meist auf das Problem aufmerksam und gibt ihm Gelegenheit, die Meldung zu erstatten, bevor sie eine Anzeige an die EBK macht. Ist das Verhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft allerdings angespannt, so kommt es auch zu Meldungen ohne vorangehende Mahnung. Ein Beispiel einer derartigen spontanen Meldung findet sich in der Empfehlung der UEK vom 27. Juni 2005 i.S. Unaxis (Sachverhaltsdarstellung D); zur Anzeige durch die Gesellschaft vgl. Mettier (1999), S. 203 f.; Röthlisberger (1998), S. 162 f.; Weber BSK, N. 6 zu Art. 21 BEHG; in der Praxis werden vermutete Überschreitungen von Grenzwerten im Übrigen trotz des klaren Wortlautes von Art. 20 Abs. 4 BEHG meistens direkt der Offenlegungsstelle und nicht der EBK gemeldet.

715 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 361 zu Art. 20 BEHG.

716 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 364 zu Art. 20 BEHG; Mettier (1999), S. 203 f.; Weber, BSK, N. 6 zu Art. 21 BEHG; Schleiffer (2006), S. 142; vgl. aber Cereghetti (1995), S. 201, der mindestens in der Tendenz eine Abklärungspflicht befürwortet.

717 Für die Fristwahrung ist gemäss Art. 23 Abs. 3 BEHVFINMA entweder die Veröffentlichung über die elektronische Veröffentlichungsplattform oder – sofern keine solche benützt werden kann – die Übermittlung an die elektronischen Medien massgebend.

718 D.h. die Offenlegungsstelle der Börse, bei welcher die Beteiligungspapiere der betreffenden Gesellschaft kotiert sind.

719 Iffland/Gilliard (2007), S. 378; EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.8.2; Die SIX betreibt seit Herbst 2008 eine derartige elektronische Veröffentlichungsplattform; vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 11. Dezember 2008 (II/08) zu den technischen Details; vgl. Richtlinie der SIX betr. Elektronische Melde- und Veröffentlichungsplattformen vom 1. Dezember 2008.

720 Reuters, Bloomberg etc.; vgl. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 12 zu Art. 21 BEHG.

721 Art. 23 BEHV-FINMA; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 4 ff. zu Art. 21 BEHG; Lüchinger (2004), S. 260; Kistler (2001), S. 110; Nobel (2004b), S. 930; Mettier (1999), S. 201 f.

722 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 11 zu Art. 21 BEHG; Mettier (1999), S. 202.

Veröffentlichung am achten Börsentag, d.h. zehn bis zwölf Kalendertage nach der Transaktion, erfolgt. Diese Frist ist in der Praxis äusserst lang und begünstigt dadurch die schleichende Übernahme, da ein Übernehmer in dieser Zeit eine grosse Anzahl weiterer Aktien erwerben kann.

Die Gesellschaft muss die Meldung vor ihrer Veröffentlichung nicht inhaltlich prüfen, sondern kann deren Inhalt unverändert übernehmen[723]. Sollte eine Gesellschaft aber einen materiellen Fehler in einer Meldung entdecken[724], so muss sie dem Problem durch entsprechende Anfrage beim betreffenden Aktionär nachgehen, da eine kotierte Gesellschaft gemäss dem Transparenzerfordernis von Art. 1 BEHG wissentlich keine Falschmeldungen verbreiten darf[725]. Da es bei der konkreten Formulierung der Publikation in der Praxis immer wieder zu Problemen kommt, überprüft die Offenlegungsstelle der SIX als unentgeltliche Dienstleistung die entsprechenden Entwürfe, womit Korrekturpublikationen vermieden werden können[726]. Unterlässt die Gesellschaft die Veröffentlichung trotz des Erhalts einer entsprechenden Meldung eines Aktionärs, so veröffentlicht die Offenlegungsstelle im Sinne eines Ersatzvollzugs die Meldung auf Kosten der Gesellschaft[727].

Für zusätzliche Transparenz neben der Veröffentlichung sorgt die von der Offenlegungsstelle der SWX unterhaltene Datenbank über „bedeutende Aktionäre“, in der sämtliche Meldungen bezüglich der an der SWX kotierten Gesellschaften aufgeführt werden. Dadurch wird es den Anlegern ermöglicht, sich gezielt über die Beherrschungsverhältnisse bei einzelnen kotierten Gesellschaften zu informieren[728].

3. Inhalt und Form der Meldung

3.1 Gesonderte Meldung von Erwerbs-, Veräusserungspositionsowie Aktienbestand

Wie vorne in Ziff. II.C.3 dargestellt, wird die Meldepflicht ausgelöst, wenn die Erwerbsposition[729], die Veräusserungsposition[730] oder der Aktienbestand[731] inner-

---

723 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 2 zu Art. 21 BEHG; Weber, BSK, N. 6 zu Art. 21 BEHG; Röthlisberger (1998), S. 162 f.

724 Z.B. weil die Meldung nicht mit den Eintragungsgesuchen für das Aktienbuch übereinstimmt.

725 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 5 zu Art. 21 BEHG zweifelt an der rechtlichen Grundlage für diese Pflicht, vgl. von der Crone (1996), S. 144; Mettier (1999), S. 203. Wie vorne dargestellt, ergibt sich diese aber letztlich aus einer dem Zweck des Börsengesetzes (Art. 1 BEHG) entsprechenden Auslegung von Art. 21 BEHG bzw. Art. 19 BEHV-EBK.

726 Jahresbericht 2005 der Offenlegungsstelle der SWX, Ziff. 4.3.

727 Art. 23 Abs. 4 BEHV-FINMA; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 12 zu Art. 21 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 64 zu Art. 40–44.

728 www.six-swiss-exchange.com/admission/being_public/disclosure/major_shareholders_de.html; vgl. Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 7.2.

729 Aktien, Kaufrechte und andere Derivate, die zum Erwerb von Aktien führen.

730 Verkaufsrechte und andere Derivate, die zum Verkauf von Aktien führen.

halb der Erwerbsposition einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert erreicht, überschreitet oder einen früher überschrittenen Grenzwert wieder unterschreitet[732]. Unabhängig davon, durch welche Position die Meldung ausgelöst wird, muss sie allerdings immer den separaten Ausweis von Erwerbsposition, Veräusserungsposition und Aktienbestand umfassen[733].

Die gleichzeitige Offenlegung von Erwerbsposition, Veräusserungsposition und Aktienbestand ist notwendig, um die wirtschaftliche Position der zur Meldung verpflichteten Person richtig darzustellen[734]. Wie vorne dargestellt[735], wird diese nur sichtbar, wenn alle drei Komponenten der Meldung gleichzeitig ausgewiesen werden[736].

3.2 Inhalt der Meldung

Die Meldung muss gemäss Art. 21 BEHV-FINMA folgende Angaben enthalten[737]:

- Name, Vorname, Wohnort bzw. Firma, Sitz und Adresse der meldepflichtigen Person unter Angabe der zuständigen Kontaktperson. Bei einem indirekten Erwerb müssen die Art des indirekten Erwerbs dargestellt und auch die Person offengelegt werden, welche die Aktien für die wirtschaftlich berechtigte Person hält[738].

- Identität der einzelnen Mitglieder[739] einer Gruppe und die Art der Absprache, falls eine Gruppe unter die Meldepflicht fällt[740]. Bei den einzelnen Mitgliedern ist jeweils die wirtschaftlich berechtigte Person, d.h. die Person, die über die in die Gruppe eingebrachten Stimmrechte entschei-

---

731 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.4.4.

732 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.3; Iffland/Gilliard (2007), S. 373.

733 Vgl. die Beispiele in EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.2.4; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 11.

734 Iffland/Gilliard (2007), S. 371.

735 Ziff. II.C.3.

736 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.7.2.

737 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 263 zu Art. 20 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 25 f. zu Art. 20 BEHG; kritisch zum gesetzlich geforderten Inhalt: Mettier (1999), S. 189 f.

738 Gotschev (2005), S. 110. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 270 f. zu Art. 20 BEHG. Nach den Angaben der Offenlegungsstelle der SIX kommt es bei der Darstellung der Kontrollstruktur bei indirektem Halten allerdings häufig zu Fehlern, da oft nicht die gesamte Beherrschungskette dargestellt wird: Jahresbericht 2005 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 4.2.

739 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 272 zu Art. 20 BEHG. Bei einer Gruppe mit einer sehr grossen Anzahl von Mitgliedern kann allerdings bezüglich der Meldung der einzelnen Mitglieder eine Erleichterung erteilt werden; Jahresbericht 2000 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.4; Jahresbericht 2005, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.3; vgl. Tschäni (2004a), S. 208.

740 Auch in diesem Bereich kommt es nicht nach den Angaben der Offenlegungsstelle offensichtlich häufig zu Fehlern, da Ein- und Austritte nicht konsequent bzw. richtig gemeldet werden: Jahresbericht 2005, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 4.2.

det, offenzulegen[741]. Die Anteile der einzelnen Gruppenmitglieder am gesamten Aktienbestand der Gruppe müssen dagegen nicht offengelegt werden[742].

- Stimmrechtsanteil nach Erreichen bzw. Über- oder Unterschreiten des massgebenden Grenzwertes. Wird mit der Meldung die Unterschreitung der Drei-Prozent-Grenze angezeigt, so kann sich die Meldung allerdings auf die Tatsache des Unterschreitens ohne Angabe der im Bestand der betroffenen Person verbleibenden Stimmrechte beschränken[743].

- Der Sachverhalt, der die Meldepflicht auslöst, wie Erwerb oder Veräusserung von Aktien und meldepflichtigen Derivaten, das Einräumen meldepflichtiger Derivate, die Ausübung bzw. der Verfall meldepflichtiger Derivate oder Veränderungen im Kapital der betroffenen Gesellschaft[744].

- Datum des Erwerbs, der Veräusserung oder der Absprache mit Dritten, die zum Erreichen oder Über- bzw. Unterschreiten des Grenzwertes geführt hat. Sollte die Übertragung der betreffenden Aktien nicht mit diesem Datum übereinstimmen, wie dies zum Beispiel bei einem bedingten Kaufvertrag oder einem Kaufvertrag mit aufgeschobenem Vollzug der Fall ist, so muss das Vollzugsdatum ebenfalls angegeben werden[745].

- Art und Anzahl sämtlicher von der meldepflichtigen Person gehaltenen Aktien und meldepflichtigen Derivaten. Bei Derivaten muss die Meldung zusätzlich auch die Wertpapier-Kennnummer enthalten, soweit die betreffenden Derivate an einer Schweizer Börse kotiert sind. Für nicht in der Schweiz kotierte meldepflichtige Derivate muss die Meldung dagegen die Angabe der wesentlichen Bedingungen, wie insbesondere die Identität des Emittenten, den Basiswert, das Bezugsverhältnis, den Ausübungspreis und die Ausübungsfrist sowie die Ausübungsart, enthalten[746].

Die detaillierte Angabe der Bedingungen von Derivaten, welche mit der Revision des Melderechts per 1. Dezember 2008 eingeführt worden ist, erhöht insoweit die Transparenz bei der Beurteilung von Erwerbs- und Veräusserungspositionen, als es damit mindestens dem sachverständigen Publikum möglich ist, abzuschätzen, welches wirtschaftliche Engagement die meldepflichtige Per-

---

741 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. März 2000 (I/00), Ziff. 2; zum Begriff der wirtschaftlich berechtigten Person vorne Ziff. II.D.1.

742 Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 20. Februar 1999 (III/99), Ziff. 2; Hofstetter (1998c), S. 293. Mettier (1999), S. 184; Röthlisberger (1998), S. 141, Weber BSK N. 95 zu Art. 20 BEHG.

743 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 268 zu Art. 20 BEHG.

744 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.7.3; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 13.

745 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 269 zu Art. 20 BEHG.

746 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.7.4; Art. 21 Abs. 2 lit. d BEHV-FINMA.

son an der betroffenen Gesellschaft hat[747]. Der Detaillierungsgrad der Meldung führt allerdings auch dazu, dass Meldungen sehr umfangreich werden und für Laien, die keinen Zugriff zu den detaillierten Beschreibungen der mit Wertpapierkennnummer gekennzeichneten Derivate haben, kaum mehr verständlich sind[748]. Das Problem dieser detaillierten Darstellung der Derivate liegt aber vor allem darin, dass es sich um eine reine Momentaufnahme im Zeitpunkt der Meldung handelt. Ersetzt die meldepflichtige Person nach der Meldung z.B. einzelne Erwerbsrechte, deren Ausübung aufgrund eines Ausübungspreises, der weit über dem Aktienkurs liegt, als völlig unrealistisch erscheint, durch Erwerbsrechte mit einem Ausübungspreis, der unter dem Aktienkurs liegt, so ist keine neue Meldung notwendig, obwohl sich das Engagement der betreffenden Person mit dieser Transaktion sehr stark verändert hat. Damit wurde mit der detaillierten Meldung der Derivatbedingungen letztlich leider nur eine Scheingenauigkeit eingeführt. Diese Situation könnte wohl nur dadurch grundlegend verbessert werden, wenn von meldepflichtigen Personen eine periodische Aufdatierung der eigenen Meldung verlangt würde. Für eine derart erweiterte Meldepflicht wäre allerdings eine Änderung des Börsengesetzes notwendig, da dieses heute nur eine Meldepflicht vorsieht, wenn ein Grenzwert erreicht, über- oder unterschritten wird.

In der Meldung müssen keine Angaben über den Erwerbspreis gemacht werden. Die meldepflichtige Person muss auch keine Aussagen über die Ziele machen, die sie mit ihrer Beteiligung verfolgt[749]. Der Umstand, dass die Absichten der meldepflichtigen Personen nicht offengelegt werden müssen, wird zum Teil als Mangel an Transparenz betrachtet. In Ländern, in denen die Absichten des Erwerbers offengelegt werden müssen, zeigt sich allerdings, dass diese Informationen nur einen relativ geringen Informationsgehalt haben, da sich die betreffenden Äusserungen meistens in sehr allgemeinen Aussagen erschöpfen[750]. Daher drängt es sich m.E. nicht auf, de lege ferenda die Offenlegung der weiteren Absichten des betreffenden Aktionärs zu verlangen.

3.3 Form der Meldung

Die Meldung des Aktionärs muss gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHV-FINMA schriftlich erstattet werden, wobei gemäss Art. 7 Abs. 1 BEHV-FINMA zur

---

747 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.7.4; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 12 f. Bei Erwerbs- und Verkaufsrechten lässt sich z.B. aufgrund des Ausübungspreises sehr gut abschätzen, ob ein Erwerb bzw. eine Veräusserung im vorherrschenden Marktumfeld wahrscheinlich ist oder nicht.

748 So umfasste beispielsweise die Meldung der Deutschen Bank bei der Sulzer vom 17.12.2007 rund 80 Einzelpositionen: vgl. Iffland/Gilliard (2007), S. 171; Brügger (2008), S. 89. Die Offenlegungsstelle der SIX erlaubt daher der betroffenen Gesellschaften, bei Meldungen, die mindestens zehn unterschiedliche Finanzinstrumente betreffen, auf eine Publikation in der elektronischen Veröffentlichungsplattform der SIX zu verzichten und nur einen Link zur eigenen Website auf der elektronischen Veröffentlichungsplattform zu publizieren. Bedingung ist allerdings, dass die Gesellschaft auf der eigenen Website die detailierte Meldung veröffentlicht; Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 11. Dezember 2008 (II/08) Ziff. 3. Die gleiche Erleichterung wird auch gewährt, wenn die Anzahl, der in einer Gruppenmeldung zu veröffentlichenden Konzerngesellschaften, mindestens zehn Gesellschaften umfasst.

749 Meier-Schatz (1996), S. 107; Gotschev (2005), S. 110; Mettier (1999), S. 183.

750 Vgl. Gotschev (2005), S. 111; Ruffner (2000), S. 633.

Fristwahrung die Zustellung eines Telefax oder eines E-Mail genügt[751]. Die Offenlegungsstelle der SWX stellt ein Meldeformular zur Verfügung, das nicht obligatorisch verwendet werden muss, dessen Verwendung aber die korrekte Meldung wesentlich erleichtert, da in diesem Formular sämtliche Angaben, die für eine Meldung erforderlich sind, aufgeführt werden[752]. Trotz dieser Hilfestellung sind offenbar immer noch viele Meldungen unvollständig und müssen dementsprechend nach Rückfragen von der Offenlegungsstelle korrigiert werden, wobei es nach den Angaben der Offenlegungsstelle der SWX vor allem bei der Meldung von Gruppen sowie der Darstellung von indirekten Beteiligungsverhältnissen zu Problemen kommt[753].

Wird eine Gesellschaft neu kotiert, so können die meldepflichtigen Aktionäre ihre Meldepflicht, die im Zeitpunkt der Kotierung entsteht, dadurch erfüllen, dass sie im Prospekt mit ihren einzelnen Beteiligungen aufgeführt werden, eine separate Meldung ist dann nicht mehr notwendig[754]. Diese Möglichkeit haben auch Emissionsbanken bei einer Kapitalerhöhung[755].

4. Die Offenlegungsstelle und ihr Verfahren

4.1 Die Offenlegungsstelle

Jede Börse muss gemäss Art. 25 BEHV-FINMA eine Offenlegungsstelle einrichten, die Meldungen entgegennimmt und auch deren Veröffentlichung überwacht[756]. Gestützt auf diese Bestimmung, hat die SIX eine Offenlegungsstelle geschaffen, die zwar administrativ in die Organisation der SIX integriert ist, deren Tätigkeit aber direkt von der FINMA beaufsichtigt wird[757]. Die Offenlegungsstelle nimmt nicht nur Meldungen entgegen und überwacht deren Veröffentlichungen, sondern bearbeitet auch Gesuche für Ausnahmen und Erleichterungen und kann die Veröffentlichung der gesetzlich vorgeschriebenen Information selbständig veranlassen, wenn ein Aktionär ohne entsprechende

---

751 Vgl. Mettier (1999), S. 185; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 285 zu Art. 20 BEHG; Bei einer Übermittlung durch E-Mail oder Telefax muss allerdings gemäss Art. 7 Abs. 1 BEHV-FINMA das Original spätestens am darauffolgenden Werktag nachgereicht werden.

752 Dieses Formular kann auf der Homepage der SWX: www.swx.com abgerufen werden; vgl. Kistler (2001), S. 105.

753 Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 4.2.

754 Stadelmann/Widmer (2008), S. 155, mit detaillierter Darstellung der im Prospekt notwendigen Angaben auf S. 158.

755 Im Einzelnen dazu Ziff. II.G.3.1.1.

756 Weber, BSK, N. 116 zu Art. 20 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 9 zu Art. 20 BEHG; Tschäni (2004a), S. 184; Nobel (1999), S. 158; Mettier (1999), S. 54. Gemäss Art. 25 Abs. 1 BEHV-FINMA kann eine Börse die Aufgaben der Offenlegungsstelle auch an die Offenlegungsstelle einer anderen Börse übertragen, falls die Einrichtung einer eigenen Offenlegungsstelle unverhältnismässig aufwendig erscheint: Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 292 zu Art. 20 BEHG. Bisher ist es in der Schweiz allerdings noch nicht zu einer derartigen Übertragung gekommen; die Berner Börse hat vielmehr eine eigene Offenlegungsstelle eingerichtet.

757 Mettier (1999), S. 54, zur Offenlegungsstelle der SWX; Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 2.4.1; vgl. Reglement für die Offenlegungsstelle der SWX vom 19. November 1997, in dem die Organisation und das Verfahren der Offenlegungsstelle der SWX dargestellt werden. Die Offenlegungsstelle der Berner Börse ist der Zulassungs- und Geschäftsstelle zugeordnet, wobei die entsprechende Funktion direkt vom Geschäftsführer der Börse wahrgenommen wird.

Ausnahme eine Veröffentlichung unterlässt[758]. Die statistischen Angaben der Offenlegungsstelle der SIX über ihre Tätigkeit zeigen, dass die Entgegennahme und Überprüfung von Meldungen quantitativ stark im Vordergrund steht, während die Beurteilung von Ausnahmen sowie Vorabentscheide relativ selten sind[759].

4.2 Verfahren

Das Verfahren der Offenlegungsstelle ist so gestaltet, dass die Offenlegungsstelle möglichst schnell entscheiden kann, da das Ziel der Meldepflicht die zeitnahe Offenlegung von Transaktionen ist. Das Verfahren vor der Offenlegungsstelle ist daher grundsätzlich schriftlich und wird in der Regel ohne Parteiverhandlung durchgeführt[760], wobei die Offenlegungsstelle ihr Verfahren in der Regel innert zehn Tagen nach Einreichung des vollständigen Gesuches abschliesst[761].

Wenn die Offenlegungsstelle einen Entscheid über die Meldepflicht fällt bzw. eine entsprechende Ausnahme oder Erleichterung gewährt, so erlässt sie gegenüber den Gesuchstellern keine Verfügungen, sondern nur Empfehlungen[762]. Diese werden gegenüber den Adressaten verbindlich, wenn der Gesuchsteller sie nicht innert einer Frist von fünf Börsentagen ablehnt[763]. Lehnt der Gesuchsteller eine Empfehlung der Offenlegungsstelle ab[764], so entscheidet die FINMA den betreffenden Fall und erlässt eine verbindliche Verfügung[765]. Innert der genannten Frist kann die FINMA aber auch das Verfahren an sich ziehen, d.h. anstelle der Offenlegungsstelle direkt mit einer Verfügung entscheiden und damit die Empfehlung der Offenlegungsstelle aufheben[766]. Die

---

758 Art. 4.7 Reglement der Offenlegungsstelle SIX; Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 346 zu Art. 20 BEHG.

759 Im Jahr 2007 kam es zu 944 Meldungen, aber nur zu 26 Gesuchen um die Gewährung von Ausnahmen: Jahresbericht 2007 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 4 und 5 mit Vergleich zu den Vorjahreszahlen.

760 Art. 4.2 Abs. 1 Reglement der Offenlegungsstelle SIX; Mettier (1999), S. 179; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 350 zu Art. 20 BEHG; die Offenlegungsstelle kann jedoch zusätzliche Informationen und Unterlagen verlangen oder aber die Parteien anhören, wenn sie dies als notwendig erachtet.

761 Art. 4.3 Reglement der Offenlegungsstelle SWX; in komplexeren Fällen kann diese Frist allerdings verlängert werden.

762 Art. 25 Abs. 2 BEHV-FINMA; Art. 2 Reglement der Offenlegungsstelle SIX; Meier-Schatz (1998), S. 53; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 344 zu Art. 20 BEHG; Tschäni (2004a), S. 207; Mettier (1999), S. 55.

763 Mettier (1999), S. 182; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 345 zu Art. 20 BEHG; wie die Statistik der Offenlegungsstelle der SWX zeigt, werden fast alle Empfehlungen der Offenlegungsstelle angenommen; zu einer Ablehnung durch die Betroffenen oder zu einer Attraktion des Verfahrens durch die EBK bzw. FINMA kam es bisher nur in vereinzelten Fällen; vgl. Jahresbericht 2004 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.

764 Die Ablehnung muss gemäss Art. 26 Abs. 6 BEHV-FINMA durch schriftliche Eingabe an die Offenlegungsstelle erfolgen, wobei die Ablehnung zu begründen ist. Auf begründetes Gesuch hin kann die Offenlegungsstelle die Frist zur Ablehnung auch erstrecken (Art. 26 Abs. 6 BEHV-FINMA).

765 Art. 26 Abs. 4 lit. b BEHV-FINMA; vgl. unveröffentlichte Verfügung der EBK vom 21. Februar 2001, erwähnt von Wey (2002), S. 191; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 344 zu Art. 20 BEHG.

766 Art. 26 Abs. 5 BEHV-FINMA; Mettier (1999), S. 181; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 344 zu Art. 20 BEHG.

FINMA erlässt auch dann eine Verfügung, wenn eine Empfehlung der Offenlegungsstelle vom Gesuchsteller missachtet wird. Diese Verfügung ermöglicht ihr dann auch, mit den entsprechenden verwaltungsrechtlichen Mitteln gegen eine Verletzung vorzugehen[767]. Die Verfügungen der EBK können gemäss Art. 31 ff. VGG mittels Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden. Urteile des Bundesverwaltungsgerichtes können gemäss Art. 82 ff. BGG wiederum mit Beschwerde beim Bundesgericht angefochten werden.

4.3 Vorabentscheide

Gemäss Art. 20 BEHV-FINMA kann die Offenlegungsstelle Vorabentscheide über den Bestand der Meldepflicht erlassen, was Aktionären bzw. potentiellen Erwerbern von Aktien erlaubt, bei unklaren Situationen Sicherheit über ihre Pflichten zu erlangen, bevor die betreffende Transaktion abgewickelt wird[768]. Diese Rechtssicherheit ist in Anbetracht der hinten dargestellten drakonischen Sanktionen, die bei Verletzungen der Meldepflicht ausgesprochen werden können, erforderlich.

Auch bei Vorabentscheiden gilt das vorne dargestellte Verfahren, d.h., eine entsprechende Empfehlung der Offenlegungsstelle kann von den Adressaten abgelehnt werden, worauf dann die FINMA eine Verfügung erlässt; die FINMA kann aber auch nach Erlass einer Empfehlung durch die Offenlegungsstelle das Verfahren selbst an sich ziehen und eine Verfügung erlassen.

Ersucht eine Partei die Offenlegungsstelle darum, im Rahmen eines Vorabentscheides festzustellen, dass eine bestimmte Transaktion nicht meldepflichtig ist, so wird dies in der Praxis häufig mit einem Eventualantrag um eine Ausnahme bzw. Erleichterung verbunden[769]. Diese Verbindung hat den Vorteil, dass die ersuchende Partei in einem einheitlichen Verfahren feststellen kann, ob im konkreten Fall eine vollständige Meldung unausweichlich ist.

4.4 Transparenz

Für Rechtssicherheit sorgt auch, dass die Offenlegungsstelle der SWX ihre Praxis in Erläuterungen und Mitteilungen[770] sowie in ihren Jahresberichten veröffentlicht[771]. Im Gegensatz zur Übernahmekommission veröffentlicht die Of-

---

767 Mettier (1999), S. 181; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 359 zu Art. 20 BEHG.

768 Art. 20 Abs. 6 BEHG sieht vor, dass eine Person, die Effekten erwerben will, über Bestand oder Nichtbestand einer Offenlegungspflicht einen Entscheid der Aufsichtsbehörde einholen kann; die FINMA hat aber mit Art. 20 BEHV-FINMA die Kompetenz zum Erlass von Vorabentscheiden an die Offenlegungsstelle delegiert. Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3.1; Gotschev (2005), S. 112; Weber, BSK, N. 124 zu Art. 20 BEHG; Nobel (2004b), S. 939; Mettier (1999), S. 176; Raggenbass (1999), S. 60.

769 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 340 zu Art. 20 BEHG; Metier, Offenlegung, S. 177.

770 Art. 25 Abs. 3 BEHV-FINMA.

771 Vgl. Art. 2 Abs. 4 Reglement der Offenlegungsstelle der SWX; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 89 ff. zu Art. 20 BEHG.

fenlegungsstelle der SWX aber nicht jede Empfehlung, weshalb ihre Praxis leider weit weniger transparent ist als die der Übernahmekommission[772].

5. Sanktionen

Die Meldepflicht ist sowohl für den Schutz der Anleger wie auch die Funktion der Börse wesentlich, da die Informationen, welche die Anleger durch die Meldungen erhalten, für die Preisbildung am Markt relevant sind. Die Einhaltung der Vorschriften über die Meldepflicht muss deshalb sichergestellt werden.

Wie vorne dargestellt, trägt die Tätigkeit der Offenlegungsstellen und der FINMA als Aufsichtsbehörde sehr viel zur Sicherstellung der Transparenz bei, da die Offenlegungsstellen nicht nur die erhaltenen Meldungen inhaltlich prüfen und bei unrichtigen Meldungen Korrekturen verlangen, sondern auch einschreiten, wenn meldepflichtige Sachverhalte nicht gemeldet werden[773]. In diesem Bereich tragen auch die kotierten Gesellschaften selbst sehr viel zur Durchsetzung der Meldepflicht bei, da die meisten Gesellschaften bei vermuteten Verstössen selbst Abklärungen treffen und entsprechende Meldungen an die FINMA oder die zuständige Offenlegungsstelle machen. Zusätzlich zu diesen Durchsetzungsmassnahmen sieht das Gesetz aber Sanktionen mit Strafcharakter vor, um der Meldepflicht Nachachtung zu schaffen. Diese Sanktionen sind insbesondere deshalb notwendig, weil ein Aktionär, der eine grosse Position aufbauen will, Vorteile aus einer Verletzung der Meldepflicht ziehen kann, sodass die Versuchung, die Meldepflicht zu verletzen, relativ gross ist: Gelingt es einem Aktionär nämlich, seine Position heimlich, d.h. ohne Erfüllung seiner Meldepflicht, aufzubauen, so kann er die betreffenden Aktien zu tieferen Kursen kaufen, da die Meldung einer grösseren Beteiligung mindestens bei Aktionären, die für Übernahmen bekannt sind, tendenziell zu Preiserhöhungen führt.

Das Börsengesetz sieht im Einzelnen folgende Sanktionen für Verletzungen der Meldepflicht vor:

5.1 Suspendierung der Stimmrechte

Gemäss Art. 20 Abs. 4bis BEHG, der am 1. Dezember 2007 eingeführt wurde[774], können die FINMA, die betroffene Gesellschaft und die Aktionäre dieser Gesellschaft[775] bei einer Verletzung der Meldepflicht beim zuständigen Gericht die

---

772 Tschäni (2004a), S. 207, Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 355 zu Art. 20 BEHG.

773 Vgl. zum Vorprüfungsverfahren von Offenlegungsmeldungen und zur Korrektur von veröffentlichten Meldungen, Mitteilung der Offenlegungsstelle SIX vom 11.12.2008 (II/08).

774 Zum Gesetzgebungsverfahren Kunz (2008b), S. 284 ff.

775 Zur Aktivlegitimation Kunz (2008b), S. 288 ff.

Suspendierung des Stimmrechts der meldepflichtigen Person[776] für eine Zeitspanne von bis zu fünf Jahren verlangen. Soweit die Verletzung der Meldepflicht im Hinblick auf ein öffentliches Angebot erfolgte, steht dieses Recht auch der Übernahmekommission zu[777]; sie wird eine derartige Klage einleiten, wenn sie feststellen muss, dass ein Anbieter unter Verletzung der Meldepflicht eine grosse Position erworben hat, um auf diese Weise Vorteile im Übernahmeverfahren zu erlangen.

5.1.1 Zweck der Suspendierung

Art. 20 Abs. 4bis BEHG wurde eingeführt, um zu verhindern, dass eine Person, die ihre Meldepflicht verletzt hat, die in Verletzung der Meldepflicht erworbenen Stimmrechte ausnützt[778] und auf diese Art aus dem nicht gemeldeten Erwerb Vorteile ziehen kann. Wie aus den Materialien hervorgeht, soll die Möglichkeit der Suspendierung aufgrund ihrer abschreckenden Wirkung aber vor allem auch meldepflichtige Personen dazu motivieren, ihrer Meldepflicht nachzukommen[779].

5.1.2 Voraussetzung für die Suspendierung von Stimmrechten

Die Suspendierung setzt eine Verletzung der Meldepflicht voraus. Der Text von Art. 20 Abs. 4bis BEHG verlangt weder ein Verschulden noch eine besondere Schwere der Verletzung[780]. Aus dem Charakter der Stimmrechtssuspendierung als Sanktion für die Verletzung verwaltungsrechtlicher Vorschriften[781] und dem Umstand, dass es sich um einen tiefgreifenden Eingriff in die Eigentumsrechte eines Aktionärs handelt, ergibt sich aber, dass diese Sanktion nur bei Vorsatz verhängt werden kann [782].

---

776 Art. 20 Abs. 4bis BEHG bezieht sich auf Meldepflichtverletzungen von kaufenden wie auch von verkaufenden Aktionären. Beim Einbezug der verkaufenden Aktionäre dürfte es sich allerdings um ein gesetzgeberisches Versehen handeln, da als Ziel der neuen Sanktionsnorm immer nur Aktionäre erwähnt wurden, welche Aktien in Verletzung der Meldepflicht erwerben und sich so eine hohe Beteiligung an einer Gesellschaft „erschleichen"; ein Tatbestsand, der beim veräussernden Aktionär von vornherein nicht gegeben sein kann – er kann logischerweise auch gar keine unter Verletzung der Meldepflicht erworbenen Stimmrechte ausnützen.

777 Nobel (2008b), S. 2; Kunz (2008a), S. 256; Kunz (2008b), S. 288 f.

778 Vgl. Votum Schneider, Amtl. Bull. 2007, N. 99.

779 Iffland/Gilliard (2007), S. 379; vgl. Votum Schneider, Amtl. Bull. 2007, N. 99: *„Die Strafandrohung braucht es, um Erwerber grösserer Anteile a priori wissen zu lassen, dass bei einer Verletzung der Offenlegungspflicht eine erhebliche Bestrafung, nämlich die Versagung der Stimmrechte anlässlich der GV droht. Damit wird der angestrebte Einfluss auf die Unternehmung mit Stimmrechten bei missbräuchlichem Verhalten versagt."*

780 Vgl. Votum Bundesrat Merz, Amtl. Bull. 2007, S. 418, der in der parlamentarischen Beratung von „bösartig widerrechtlich" und anschleichen sprach, was entsprechend den Vorsatz voraussetzt; vgl. jedoch Kunz (2008a), S. 254, der nur bei leichter Fahrlässigkeit eine Suspendierung ausschliesst, bei grober Fahrlässigkeit offenbar diese Sanktion befürwortet; Kunz (2008b), S. 297.

781 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 7 ff.

782 Vgl. zur Häufigkeit dieser Verletzungen Jahresbericht Offenlegungsstelle der SWX, Ziff. 4.2 ff.; Iffland/Gilliard (2007), S. 379.

5.1.3 Zuständigkeit

Über die Suspendierung der Stimmrechte entscheidet gemäss Art. 20 Abs. 4bis BEHG der Richter im Zivilverfahren[783]. Das Verfahren findet zwischen der Person bzw. Behörde, die als Klägerin auftritt, und dem Aktionär statt, dem die Verletzung der Meldepflicht vorgeworfen wird. Das Gericht kann die Suspendierung bei entsprechendem Antrag im Rahmen einer vorsorglichen Massnahme anordnen, wobei auch eine superprovisorische Verfügung möglich ist, sofern die prozessualen Voraussetzungen für eine vorsorgliche bzw. superprovisorische Massnahme erfüllt sind[784]. Aufgrund der Zuständigkeit der Zivilgerichte für die definitive sowie auch die provisorische Anordnung einer Suspendierung kann die FINMA selbst weder eine definitive noch eine provisorische Suspendierung der Stimmrechte anordnen[785].

Da für diese Klage weder im BEHG noch im Gerichtsstandsgesetz ein örtlich zuständiger Gerichtsstand definiert worden ist[786], ergibt sich der Gerichtsstand aus den allgemeinen Regeln, d.h., die Klage ist gemäss Art. 3 Abs. 1 lit. a bzw. b GestG am Wohnsitz bzw. Sitz des Aktionärs einzureichen, dessen Stimmrechte suspendiert werden sollen und der deshalb in diesem Verfahren die Rolle des Beklagten einnimmt[787]. Sollte der betreffende Aktionär seinen Sitz bzw. Wohnsitz nicht in der Schweiz haben, so bestimmt sich der Gerichtsstand nach dem Lugano-Übereinkommen, da die Suspendierung der Stimmrechte trotz ihres Sanktionscharakters verfahrensmässig als Zivilsache zu betrachten ist, weil damit direkt in das zivilrechtliche Verhältnis zwischen Gesellschaft und Aktionären eingegriffen wird und der Gesetzgeber für diesen Eingriff ausdrücklich die Zuständigkeit der Zivilgerichte vorgesehen hat. Da das Lugano-Übereinkommen keine spezifischen Gerichtsstände für Klagen auf Suspendierung oder Aberkennung von Stimmrechten vorsieht, muss die Klage

---

783 Votum Germann, Amtl. Bull. 2007, S. 417; Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, S. 418. Nobel (2008b), S. 2; Kunz (2008b), S. 293, der aus der richterlichen Kompetenz richtigerweise die Schlussfolgerung zieht, dass die Gesellschaft selbst wegen einer behaupteten Meldepflichtverletzung die Stimmrechte nicht dadurch suspendieren kann, dass sie den betreffenden Aktionär nicht mit Stimmrecht einträgt.

784 Votum Germann, Amtl. Bull. 2007, S. 417; Iffland/Gilliard (2007), S. 379.

785 Zur Ablehnung einer Verfügungskompetenz der EBK in diesem Bereich: Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, S. 418. Aufgrund der klaren Äusserung des Gesetzgebers ist die in der früheren Literatur erwähnte Möglichkeit der EBK, direkt aufgrund von Art. 35 Abs. 3 BEHG Stimmrechte zu suspendieren, unter dem heutigen Recht ausgeschlossen: vgl. Nobel (1997), S. 464 f.; Hirsch (1996), S. 90; Iffland/Gilliard (2007), S. 379; Kunz (2008b), S. 282.

786 Das Fehlen einer Gerichtsstandbestimmung muss als Unterlassungssünde des Gesetzgebungsverfahrens betrachtet werden; in sachlicher Hinsicht hätte sich wohl ein Gerichtsstand am Sitz der Gesellschaft aufgedrängt; vgl. Votum Germann, Amtl. Bull. 2007, S. 417, wo Ständerat Germann namens der Kommission festhielt, dass sich die Zuständigkeit für eine Suspendierung der Stimmrechte nach der kantonalen Zivilprozessordnung bzw. zukünftig nach der schweizerischen Zivilprozessordnung richten sollte. Damit drückte der Vertreter der Kommission letztlich den Willen des Gesetzgebers aus, für diese Klage keinen speziellen Gerichtsstand zu schaffen.

787 Iffland/Gilliard (2007), S. 379; Kunz (2008b), S. 295.

gemäss Art. 3 LugÜ am Wohnsitz bzw. Sitz der beklagten Partei, d.h. des Aktionärs, dessen Stimmrechte suspendiert werden sollen, eingereicht werden[788].

5.1.4 Wirkung und Umfang der Suspendierung

Werden Stimmrechte suspendiert, so kann der betroffene Aktionär sein Stimmrecht an der Generalversammlung der Gesellschaft nicht ausüben. Dies führt dazu, dass das relative Gewicht der übrigen Aktionäre in der Gesellschaft entsprechend zunimmt[789]. Die Suspendierung von Stimmrechten ändert aber nichts an der Berechnungsbasis für die Meldepflicht, da sowohl für die Berechnung der Grenzwerte wie auch für die Berechnung der meldepflichtigen Bestände gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG irrelevant ist, ob die Stimmrechte tatsächlich ausgeübt werden können.

Die Wirkung der Suspendierung ist gemäss Gesetzestext und Materialien auf das Stimmrecht beschränkt[790]. M.E. ist der Begriff des Stimmrechtes eng auszulegen, d.h., die anderen Mitgliedschaftsrechte des Aktionärs, wie insbesondere die Schutzrechte[791], werden von dieser Suspendierung nicht betroffen, genauso wenig wie das Recht, gemäss Art. 699 OR die Einberufung einer Generalversammlung zu verlangen[792]. Diese Beschränkung der Auswirkung einer Suspendierung ergibt sich aus dem Zweck dieser Massnahme; die Suspendierung der Stimmrechte soll verhindern, dass der betreffende Aktionär die unter Verletzung der Meldepflicht erworbenen Aktien verwenden kann, um die Willensbildung in der Generalversammlung zu beeinflussen; sie soll ihm aber nicht die Schutzrechte nehmen, die ihm zustehen, wenn die Organe der Gesellschaft aktienrechtliche Bestimmungen verletzen[793].

Der Wortlaut von Art. 20 Abs. 4 BEHG lässt offen, ob sich die Suspendierung auf die gesamten Stimmrechte des betreffenden Aktionärs oder nur auf die Stimmrechte beziehen soll, die in Verletzung der Meldepflicht erworben

---

788 A.M. Iffland/Gilliard (2007), welche die Klage unter Art. 16 Ziff. 3 LugÜ subsumieren; m.E. ist diese Argumentation jedoch unrichtig, da auch eine sehr breite Auslegung dieser Bestimmung, die sich nur auf die Anfechtung bzw. Gültigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen bezieht, die Aberkennung von Stimmrechten nicht erfasst.

789 Vgl. Votum Pelli, Amtl. Bull. 2007, N. 896. Die von der Suspendierung betroffenen Aktien gelten an einer Generalversammlung nicht als vertreten, sodass sie auch keinen Einfluss auf die gesetzlichen oder statutarischen Mehrheitserfordernisse haben.

790 Votum Pelli, Amtl. Bull. 2007, N. 895.

791 Z.B. Recht zur Verantwortlichkeitsklage, zur Anfechtungsklage und zur Klage auf Sonderprüfung etc.

792 Kunz (2008a), S. 253; Kunz (2008b), S. 297.

793 Dieser Schutz ist insbesondere dann notwendig, wenn die Organe der Gesellschaft versuchen, während der Zeit der Suspendierung Beschlüsse herbeizuführen, welche die Vermögensrechte des von der Suspendierung betroffenen Aktionärs beeinträchtigen können; z.B. Kapitalerhöhungen ohne Bezugsrecht zu Konditionen, welche den Anteil des von der Suspendierung betroffenen Aktionärs verwässern etc.

worden sind[794]. Da der Zweck der Suspendierung darin liegt, den meldepflichtigen Personen die Vorteile zu nehmen, die sich aus der Verletzung der Meldepflicht ergeben, kann sich die Suspendierung aber nur auf die Titel beziehen, die in Verletzung der Meldepflicht erworben worden sind, und nicht auf den Gesamtbestand der Aktien, die der betreffende Aktionär hält. Dementsprechend können nur die Stimmrechte der Aktien suspendiert werden, die über dem Grenzwert liegen, der nicht gemeldet wurde[795]. Würde die Suspendierung auch Aktien erfassen, deren Erwerb ordnungsgemäss gemeldet wurde, so wäre dies unverhältnismässig: Der betreffende Aktionär hat diese Aktien nicht nur ohne Verletzung der Meldepflicht erworben, sondern durch den Erwerb der betreffenden Aktien auch die Preisbildung am Markt nicht zu seinen Gunsten beeinflusst[796]. Die von Iffland/Gilliard vertretene Ansicht, dass sich die Suspendierung auf alle Aktien des betreffenden Aktionärs bezieht, ist m.E. nicht zutreffend[797]; das Argument, dass die Suspendierung eine Sanktion sei und deshalb tief greifen bzw. alle Aktien des betreffenden Aktionärs erfassen müsse[798], ist nicht sachgerecht. Gerade weil die Suspendierung eine Sanktion ist, muss sie dem Verhältnismässigkeitsprinzip folgen und kann keinen Eingriff rechtfertigen, der über die Tragweite der Verletzung hinausgeht. Sie darf daher nicht auch noch Aktien erfassen, deren Erwerb korrekt gemeldet worden ist. Soweit Iffland/Gilliard ihre Ansicht im Analogieschluss zu Art. 32 Abs. 7 BEHG begründen, geht diese Analogie m.E. fehl. Die Suspendierung gemäss Art. 32 Abs. 7 BEHG basiert darauf, dass der Aktionär, der eine Beteiligung von über 33$^{1}/_{3}$% erworben hat und damit die Gesellschaft kontrolliert, diese Kontrolle nicht ausüben darf, wenn er den anderen Aktionären nicht ein Pflichtangebot macht. Dementsprechend ist in diesem Falle eine Suspendierung aller Stimmrechte notwendig, um die Kontrolle zu verhindern; das Korrelat dieser drastischen Massnahme ist aber, dass es die betroffene Partei durch Erfüllung ihrer

---

794 Der Umstand, dass im ersten Satz von Art. 20 Abs. 4bis BEHG die Suspendierung auch auf diejenigen Personen angewendet wird, welche die Meldepflicht bei der Veräusserung von Aktien verletzen, könnte allerdings dahingehend interpretiert werden, dass sich die Suspendierung auf alle Stimmrechte der betreffenden Person bezieht, da ein Aktionär, der Aktien veräussert, ja gar keine Stimmrechte halten kann, die er in Verletzung der Meldepflicht erworben hat. Eine derartige Argumentation kann aber gegenüber den oben dargestellten Prinzipien in der Proportionalität und Zweckbindung der Suspendierung nicht überzeugen. Die Suspendierung der Stimmrechte einer Person, die bei der Veräusserung ihre Meldepflicht verletzt hat, kann nur als gesetzgeberisches Versehen betrachtet werden, da die entsprechende Sanktion, die sich notwendigerweise auf die verbliebenen Stimmrechte beziehen müsste, an Wirkung abnimmt, je massiver die Meldepflichtverletzung ist: Je mehr Aktien der betreffende Aktionär ohne Meldung von Grenzwertunterschreitungen verkauft hat, desto weniger Aktien können aus seinem Restbestand überhaupt noch mit der Suspendierung belegt werden. Hat er sämtliche Aktien verkauft, d.h. seine Meldepflicht im maximal möglichen Masse verletzt, so wäre überhaupt keine Suspendierung mehr möglich.

795 Von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 9.

796 Diese Beeinflussung ergibt sich dadurch, dass die Meldung betreffend Überschreitung eines Grenzwertes zum Teil zu höheren Kursen führt. Der Vorteil des Aktionärs, der keine Meldung macht, liegt letztlich darin, dass er ohne Preiserhöhungseffekt zusätzliche Aktien kaufen kann. Dementsprechend tritt der Vorteil der Meldepflichtverletzung nur bei diesen zusätzlich gekauften Aktien ein.

797 Iffland/Gilliard (2007), S. 380; vgl. Kunz (2008b), S. 294, der davon ausgeht, dass die Suspendierung alle Aktien umfasst, aber immerhin festhält, dass die Suspendierung auf einen Teil der Aktien des betreffenden Aktionärs beschränkt werden kann; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 9.

798 *„…toutefois la suspension de droit de vote ayant caractère de sanction il semble logique...“*; vgl. Watter/Dubs (2008), S. 202.

Pflichten in der Hand hat, die Sanktion wieder zu beenden – sobald die betroffene Partei ein Pflichtangebot publiziert, fällt die wegen einer Verletzung der Angebotspflicht verfügte Suspendierung dahin[799]. Aufgrund dieser Unterschiede ist ein Analogieschluss unzulässig.

Wird die Meldepflicht bei Derivaten verletzt, so kann die Suspendierung der Stimmrechte nicht direkt greifen, da Derivate keine Stimmrechte gewähren. In diesen Fällen muss sich die Suspendierung auf diejenigen Aktien beziehen, die aufgrund der betreffenden Derivate erworben werden. Verletzt ein Aktionär bei der Veräusserung von Aktien seine Meldepflicht, so greift die Suspendierung nicht, da es an Aktienstimmen fehlt, die suspendiert werden könnten. Dies stellt allerdings keine Lücke im börsenrechtlichen Sanktionssystem dar, sondern entspricht dem Zweck der Suspendierung. Diese soll verhindern, dass ein Aktionär heimlich erworbene Aktienbestände zur Abstimmung bringt – ein Sachverhalt, zu dem es bei der Veräusserung von Aktien gerade nicht kommen kann.

5.1.5 Die Dauer der Suspendierung

Der Text von Art. 20 Abs. 4 BEHG legt zwar eine Höchstdauer der Suspendierung von fünf Jahren fest, lässt aber offen, wie das Gericht die Dauer der Suspendierung festzulegen hat[800]. M.E. müssen die entsprechenden Kriterien aus dem Zweck der Suspendierung und aus ihrem Charakter als Sanktion einer Gesetzesverletzung abgeleitet werden[801]. Daher sind folgende Kriterien massgebend[802]:

– Intensität und Auswirkungen der Meldepflichtverletzung

  Eine Verletzung der Meldepflicht kann von vornherein nur zur Suspendierung führen, wenn das heimliche „Anschleichen“ an die Gesellschaft vorliegt, das der Gesetzgeber im Auge hatte[803], d.h., wenn die meldepflichtige Person ihre Meldepflicht nicht erfüllt hat, um so eine hohe Position aufzubauen. Blosse Fehler bei der Formulierung der Meldung[804] rechtfertigen dagegen keine Suspendierung, sofern der Bestand gemeldet worden ist. Das Gleiche gilt auch für Fristversäumnisse, soweit die zur Meldung

---

799 Die Suspendierung gemäss Art. 20 Abs. 4bis BEHG wird dagegen für eine feste Zeit verfügt und fällt nicht dahin, wenn die Meldung korrekt nachgeholt wird; Blaas/Barraud (2008), S. 344, Botschaft Börsengesetz S. 20 f.

800 Votum Lauri, Amtl. Bull. 2007, S. 417 f.; aus diesem Votum und aus dem folgenden Votum David geht auch hervor, dass die im Gesetzestext erwähnten fünf Jahre nach dem Willen des Gesetzgebers eine Obergrenze der Suspendierung und nicht die „Normdauer“ dieser Sanktion darstellen soll. Kunz (2008a), S. 254.

801 Vgl. Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, S. 419; Kunz (2008b), S. 294.

802 Zu den Kriterien für die Dauer der Suspendierung im Allgemeinen Kunz (2008b), S. 294.

803 Votum Merz, Amtl. Bull 2007, S. 418.

804 Z.B. die von der Offenlegungsstelle der SWX häufig festgestellten Fehler in der Darstellung von indirektem Besitz bzw. Rechtsbeziehungen in einer Gruppe, die jeweils auf Intervention der Offenlegungsstelle korrigiert werden.

verpflichtete Person den entsprechenden Zeitraum nicht für zusätzliche Käufe genützt hat[805].

Hat der betreffende Aktionär die Meldepflicht dadurch verletzt, dass er eine Erwerbsposition nicht gemeldet hat, um so heimlich eine Position in der Gesellschaft aufzubauen, so ist eine Suspendierung dagegen angezeigt. Die Länge der Suspendierung muss in diesen Fällen davon abhängen, um welchen Betrag der betreffende Aktionär den für die Meldepflicht relevanten Grenzwert überschritten hat und welche Auswirkungen diese Überschreitung auf die Aktionäre hatte[806]. Hat der betreffende Aktionär diesen Grenzwert massiv überschritten und hätte die Erfüllung der Meldepflicht aller Wahrscheinlichkeit nach zu einem Anstieg der Kurse geführt oder hat der heimliche Beteiligungsaufbau sogar die Konsequenz, dass der betreffende Aktionär die Gesellschaft beherrscht, so ist eine längere Suspendierung angezeigt. Treten keine derartigen Folgen ein, weil einer der tieferen Grenzwerte[807] verletzt wurde und sich die Überschreitung auf einen relativ geringen Prozentsatz des Aktienkapitals beschränkt, so muss die Suspendierung auf ein bis zwei Jahre beschränkt werden[808].

– Motive des Verletzers und Verschulden

Da es sich bei der Suspendierung der Stimmrechte um einen tiefgreifenden Eingriff in die Eigentumsrechte eines Aktionärs mit starkem Sanktionscharakter handelt, kann sie nur Platz greifen, wenn die Verletzung der Meldepflicht vorsätzlich erfolgte[809]. Dementsprechend kann die Suspendierung dann nicht verfügt werden, wenn die entsprechende Verletzung fahrlässig ist, weil z.B. Banken oder andere Finanzintermediäre, welche den Auftrag hatten, eine Meldung für den Aktionär zu erstatten, diese nicht gemacht haben oder weil der Bestand meldepflichtigen Aktien und Derivaten im Rahmen einer Gruppe nicht richtig konsolidiert wurde. Das Gleiche muss letztlich auch gelten, wenn die Offenlegungsstelle bzw. die FINMA nur im Rahmen einer Praxisänderung dazu kommen, dass ein bestimmter Sachverhalt meldepflichtig ist, da es in diesem Fall für den betroffenen Aktionär nicht voraussehbar war, dass er seine Meldepflicht verletzen würde.

---

805 Kunz (2008a), S. 254.

806 Die Berücksichtigung dieser Umstände ergibt sich aus dem Zweck der Vorschrift, die Interessen der übrigen Aktionäre zu schützen.

807 3, 5 oder 10%.

808 Kunz (2008b), S. 294.

809 Vgl. Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, S. 418, der sehr stark auf die Motive des Verletzers als Voraussetzung für die Suspendierung eingeht und von „bösartig widerrechtlich“ spricht; vgl. Kunz (2008a), S. 254, der bei leichter Fahrlässigkeit eine Suspendierung ausschliesst; Kunz (2008b), S. 297; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 8.

5.1.6 Auswirkung der Suspendierung auf den Weiterverkauf von Aktien

Die Suspendierung kann sich nur gegen den Aktionär richten, der die Meldepflicht verletzt hat, und hat keine Wirkung auf die Aktien selber, da sich die vom Parlament als Strafe konzipierte Sanktion[810] nur gegen die Person richten kann, die tatsächlich ihre Meldepflicht verletzt hat[811]. Verkauft ein Aktionär, der einer Suspendierung unterlag, seine Aktien an eine Drittperson, so kann diese die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte geltend machen, sofern sie selbst ihre Meldepflicht erfüllt[812]. Vorbehalten bleiben Veräusserungen an Drittpersonen, bei denen der von der Suspendierung direkt betroffene Aktionär immer noch die von der Suspendierung der Stimmrechte betroffenen Aktien im indirekten Besitz hält, weil die betreffende Drittperson für den Aktionär handelt oder von diesem beherrscht wird[813].

5.1.7 Anwendung auf Verletzungen vor dem 1. Dezember 2007

In der Literatur wird zum Teil die Ansicht vertreten, dass die Suspendierung auch Anwendung findet, wenn die Meldepflicht vor dem Inkrafttreten von Art. 20 Abs. 4bis BEHG, d.h. vor dem 1.12.2007, verletzt wurde[814]. Diese Ansicht ist m.E. unrichtig. Im Verwaltungsrecht gilt der Grundsatz, dass Sanktionen nur dann rückwirkend angewendet werden können, wenn eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage gegeben ist[815]. Dieser Grundsatz ist auch auf die Suspendierung von Stimmrechten gemäss Art. 20 Abs. 4bis BEHG anwendbar, da mit dieser Suspendierung in zivilrechtlichen Verfahren verwaltungsrechtliche Vorschriften des Börsenrechtes durchgesetzt werden[816]. Die erforderliche gesetzliche Basis für die Rückwirkung fehlt im vorliegenden Fall aber, da Art. 20 Abs. 4bis BEHG keine Rückwirkung vorsieht[817]. Auch der in der parlamentarischen Beratung stark betonte „Abschreckungsmechanismus“[818] spricht

---

810 Vgl. das oben zitierte Votum von Nationalrat Schneider; Lässer/von der Crone (2008), S. 360 f.

811 Iffland/Gilliard (2007), S. 380; Kunz (2008b), S. 297.

812 Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, S. 419.

813 Z.B. Veräusserungen an Strohmänner, Treuhänder oder Gesellschaften, die vom betreffenden Aktionär beherrscht werden; Kunz (2008b), S. 297.

814 Nobel (2007), S. 2 f. Nobel (2008b), S. 2.

815 Eine Rückwirkung von verwaltungsrechtlichen Vorschriften und Sanktionen widerspricht dem Grundsatz der Rechtssicherheit und dem Legalitätsprinzip von Art. 5 BV. Eine Rückwirkung ist daher nur möglich, wenn die Rückwirkung eine gesetzliche Basis hat, zeitlich mässig ist, durch triftige Gründe gerechtfertigt ist, keine stossende Rechtsunsicherheit bewirkt und keinen Eingriff in wohlerworbene Rechte darstellt; Häfelin/Müller/Uhlmann (2006), S. 66 f.; vgl. BGE 125 I 186; BGE 122 V 408; BGE 119 Ia 257 ff.; BGE 113 Ia S. 425. Bezüglich der Suspendierung von Stimmrechten fehlt es allein schon an der gesetzlichen Grundlage, da das Gesetz keine derartige Rückwirkung vorsieht.

816 Zum verwaltungsrechtlichen Charakter der Bestimmungen über die Meldepflicht Weber, BSK, N. 11 zu Art. 20 BEHG; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 6.

817 Kunz (2007), S. 9 f.; Kunz (2008a), S. 250 f.; Kunz (2008b), S. 296; von der Crone/Bilek/Hirschle (2008), S. 8 f.; a.M. Nobel (2007), S. 2 f.; Watter/Dubs (2008), S. 202 f.

818 Vgl. Votum Schneider, Amtl. Bull. 2007, N 99: *„Die Strafandrohung braucht es, um Erwerber grösserer Anteile a priori wissen zu lassen, dass bei einer Verletzung der Offenlegungspflicht eine erhebliche Bestrafung, nämlich die Versagung der Stimmrechte anlässlich der GV droht. Damit wird der angestrebte Einfluss auf die Unternehmungen mit Stimmrechten bei missbräuchlichem Verhalten versagt.“*

gegen die Rückwirkung: Eine Abschreckung kann letztlich nur erreicht werden, wenn die betroffene Person die Möglichkeit der Sanktion im Zeitpunkt ihres Handelns kannte[819].

5.2 Busse

Gemäss Art. 41 BEHG werden Personen, welche die in Art. 20 BEHG vorgesehene Meldepflicht vorsätzlich missachten, mit einer Busse bestraft[820], wobei sich die mögliche Busse gemäss Art. 41 Abs. 2 BEHG auf maximal 200% der wertmässigen Differenz zwischen dem Anteil, über den der Meldepflichtige neu verfügt, und dem letzten von ihm gemeldeten Anteil beläuft[821]. Die in Art. 41 BEHG vorgesehene Busse kann damit Beträge erreichen, die weit über denjenigen liegen, die sonst im Wirtschafts- bzw. Börsenrecht als Geldstrafe eingefordert werden können[822].

Gemäss Art. 41 Abs. 3 BEHG ist auch die fahrlässige Verletzung der Meldepflicht strafbar, wobei sich die Busse auf maximal CHF 1 Million beläuft[823]. Diese Kriminalisierung fahrlässiger Meldepflichtverletzungen ist m.E. problematisch, da sich in Anbetracht der Komplexität der Regeln über die Meldepflicht und der Unsicherheiten, die bezüglich der genauen Formulierung einer Meldung bestehen, immer wieder Fehler ergeben, ohne dass Rechtsgüter gefährdet würden oder den Beteiligten irgendwelche kriminelle Energie vorgeworfen werden könnte[824]

Im Falle einer Wiederholung innert 5 Jahren nach der ersten rechtskräftigen Verurteilung, muss sich die Busse gemäss Art. 41 Abs. 4 BEHG sowohl bei der vorsätzlichen wie auch bei der fahrlässigen Begehung auf mindestens CHF 10'000 belaufen.

---

819 Da das Parlament die Suspendierung ausdrücklich als abschreckende Sanktion sah, ist die Argumentation von Nobel (2007), S. 2 f., dass es sich um „Marktordnungsrecht“ handelt, das rückwirkend Anwendung finden soll, nicht überzeugend.

820 Zum Tatbestand im Einzelnen: Mettier (1999), S. 185; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 64 zu Art. 40–44 BEHG; Nater (2000), S. 104 ff.

821 Bertschinger (1997a), S. 286; Lütolf/Schindler (1998), S. 135 ff.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 78 zu Art. 40–44 BEHG. Kritisch zur Höhe von Büren/Bähler (1996), S. 396; Mettier (1999), S. 89 f.; Nobel (1997), S. 465; vgl. die Berechnungsbeispiele bei Lütolf/Schindler (1998), S. 136 f. mit Kritik an der Höhe sowie am Ermessensspielraum bei der Festsetzung der Strafe.

822 Nobel (2008b), S. 2 bezeichnet daher Art. 20 Abs.2bis BEHG als „exorbitante Strafnorm“. Von Büren/Bähler (1996), S. 396; Mettier (1999), S. 89 f.; Nobel (1997), S. 465; vgl. die Berechnungsbeispiele bei Lütolf/Schindler (1998), S. 136 f.; vgl. Votum Germann, Amtl. Bull. 2007, S 541.

823 Brügger (2008), S. 120 f.

824 Die Offenlegungsstelle der SWX stellt in diesem Sinne jedes Jahr eine grosse Anzahl Meldepflichtverletzungen fest, wobei zum Teil offenbar die angegebenen Prozentsätze nicht immer richtig berechnet, Beherrschungsketten beim indirekten Halten nicht vollständig dargestellt oder Meldungen zum Teil nur der Gesellschaft oder nur der Offenlegungsstelle (aber nicht wie vorgeschrieben beiden) zugestellt wurden: vgl. Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 4. In Zukunft würden alle derartigen Verstösse, die bisher von der Offenlegungsstelle der SWX informell korrigiert wurden, strafrechtlich verfolgt. Kritisch zur Bestrafung für fahrlässige Begehung daher Iffland/Gilliard (2007), S. 378.

5.2.1 Zweck der Busse

Die extrem hohe Bussandrohung für vorsätzliche Verletzungen der Meldepflicht soll primär generalpräventive Wirkung haben und durch ihre Höhe die verantwortlichen Personen von Meldepflichtverletzungen abhalten[825]. Ob diese gewünschte Wirkung tatsächlich eine derart exorbitante Busse rechtfertigen kann, ist allerdings fraglich. Vor allem wenn der ethische Unrechtsgehalt einer Meldepflichtverletzung mit anderen, üblicherweise mit Busse bzw. Geldstrafe verfolgten Delikten verglichen wird[826], erscheint eine Busse, die auf eine Konfiskation grosser Aktienbestände hinausläuft, äusserst fragwürdig. Leider hat das Parlament beim Erlass des FINMAG den Vorschlag des Bundesrates, die Busse für vorsätzliche Meldepflichtverletzung auf CHF 2'000'000 zu beschränken, abgelehnt[827]. Damit verpasste das Parlament die Möglichkeit, die Strafandrohung auf ein Mass zu reduzieren, das dem Unrechtsgehalt der Meldepflichtverletzung angepasst ist.

5.2.2 Tatbestand

Der Tatbestand liegt in der Verletzung der Meldepflicht und umfasst dementsprechend nicht nur das Unterlassen der Meldung, sondern auch die falsche und verspätete Meldung[828]. Irrelevant ist es trotz des etwas missverständlichen Wortlautes von Art. 41 Abs. 1 lit. a BEHG, ob die Meldepflichtverletzung beim Erwerb oder beim Verkauf erfolgt[829].

In subjektiver Hinsicht ist Vorsatz bzw. Eventualvorsatz notwendig, wobei für die mildere Bestrafung gemäss Art. 41 Abs 3 BEHG auch Fahrlässigkeit genügt[830]..

5.2.3 Die bestrafte Person

Bei Art. 41 BEHG handelt es sich um ein Sonderdelikt, das nur von der meldepflichtigen Person begangen werden kann, d.h. von der Person, die an den betreffenden Aktien oder meldepflichtigen Derivaten wirtschaftlich berechtigt

---

825 Vgl. Amtl. Bull. 2007, N. 96 f., wo verschiedene Votanten im Nationalrat diese Abschreckungswirkung betonten; Weber,
BSK, N. 1 zu Art. 41 BEHG; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 63 zu Art. 41 BEHG.

826 Z.B. fahrlässige Tötung, fahrlässige Körperverletzung, zahlreiche SVG-Delikte, bei denen mindestens die abstrakte Gefahr einer Lebensgefährdung besteht etc.; vgl. Votum Schwander, Amtl. Bull. 2007, N. 96.

827 In der parlamentarischen Beratung hatte der Nationalrat eine Verzehnfachung dieser Höchstsätze beschlossen; Amtl. Bull. 2007, N. 96 ff.; aufgrund der negativen Haltung des Ständerates blieb es aber bei der bisherigen Regelung.

828 Mettier, (1999), S. 186; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 76 zu Art. 41 BEHG; Gotschev (2005), S. 119 f.; Weber, BSK**,** N. 6b zu Art. 41 BEHG.

829 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 74 zu Art. 41 BEHG; Mettier (1999), S. 187; Weber, BSK**,** N. 6b zu Art. 41 BEHG.

830 Bertschinger (1997a), S. 286; Gotschev (2005), S. 118; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 77 zu Art. 40–44 BEHG; Lütolf/Schindler (1998), S. 135; Kunz (2001), S. 630; vgl. den im Jahresbericht EBK 2003, S. 104 erwähnten Entscheid des Eidgenössischen Finanzdepartements, der auf eine Verurteilung wegen Meldepflichtverletzung mit Eventualvorsatz hinweist.

ist. Zusätzlich können gemäss Art. 5 VStrR aber auch Anstifter und Gehilfen strafrechtlich erfasst werden[831].

Wenn eine juristische Person oder Personengesellschaft ihre Meldepflicht verletzt, so sind gemäss Art. 6 Abs. 1 VStrR diejenigen natürlichen Personen strafbar, welche die Tat verübt haben. Damit ist entscheidend, wer im Rahmen der betreffenden Gesellschaft die Pflicht hatte, für die Einhaltung der Meldepflicht zu sorgen. Wenn die Erfüllung der Meldepflicht nicht klar durch ein Organisationsreglement oder spezifische Weisungen an eine bestimmte Person delegiert worden ist, so trifft diese Pflicht das oberste Geschäftsführungsorgan, deren Mitglieder sich dementsprechend strafbar machen[832]. Die börsenrechtliche Busse für die Meldepflichtverletzung kann daher bei juristischen Personen, Personengesellschaften oder kollektiven Kapitalanlagen nicht die betreffende Geschäftseinheit selber, sondern immer nur eine natürliche Person treffen[833]. Gerade in diesen Fällen, in denen die mit der Busse bestrafte Person weder selbst an den Aktienbeständen, die nicht gemeldet worden sind, beteiligt ist, noch von der Meldepflichtverletzung profitiert, erscheint die Bussdrohung sowohl bei vorsätzlicher wie auch bei fahrlässiger Begehung als exzessiv.

5.2.4 Strafmass

Das Strafmass muss von der zuständigen Behörde bzw. dem Gericht im Rahmen des gesetzlichen Strafmasses festgelegt werden. Im sehr breiten Rahmen, der sich bei der vorsätzlichen Meldepflichtverletzung von CHF 1 bis zum Zweifachen des Wertes der nicht gemeldeten Beteiligung erstreckt[834], müssen folgende Kriterien berücksichtigt werden:

– Intensität der Verletzung und Folgen für die Aktionäre

  Zu diesem Punkt kann im Wesentlichen auf Ziff. II.H.5.1.5 vorne verwiesen werden. Besteht die Verletzung der Meldepflichten darin, dass eine Meldung vorsätzlich falsch abgefasst oder verspätet eingereicht wurde, so muss die Busse wesentlich geringer sein als in Fällen, bei denen die Meldung überhaupt nicht erfolgte, da die Auswirkungen einer fehlerhaften oder leicht verzögerten Meldung für die übrigen Aktionäre und den Kapitalmarkt wesentlich geringer sind als das vollständige Ausbleiben der Meldung[835]. Auch der Betrag, um den die massgebende Melde-

---

831 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 70 zu Art. 40–44 BEHG; Mettier (1999), S. 87 f.

832 Lebrecht/Wittibschlager, N. 31 ff. zu Art. 44 BEHG.

833 Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, N. 97, der einerseits darauf hinweist, dass die Busse nur natürliche Personen treffen kann und andererseits festhält, dass die Busse für diese exorbitant hoch sein kann; vgl. den im Jahresbericht EBK 2003, S. 304 erwähnten Entscheid des Eidgenössischen Finanzdepartementes, wo eine natürliche Person, die für eine Holding handelte, wegen Verletzung der Meldepflicht zu einer Busse verurteilt wurde.

834 Berechnungsbeispiele bei Lütolf/Schindler (1998), S. 136 f.

835 Vgl. Votum Leutenegger-Oberholzer, Amtl. Bull. 2007, N 1058, die nach der Einigungskonferenz zuhanden der Materialien festhielt, dass die Strafe in einem „klaren Bezug zur Tat“ stehen muss.

grenze überschritten wurde, ist für die Höhe der Busse wesentlich, da die Intensität der Verletzung geringer ist, wenn der betreffende Grenzbetrag um 0,5% oder um 10% überschritten wird[836].

– Verschulden

Gemäss Art. 47 StGB muss das Strafmass dem Verschulden angepasst werden. Dies führt insbesondere dazu, dass Fehlentscheide in komplexen Grenzfällen[837] anders zu behandeln sind als das Unterlassen der Meldung in klaren Fällen, das mit der Absicht verbunden war, den Erwerb zu verheimlichen.

– Persönliche Umstände des Täters

Die Strafe muss gemäss Art. 47 StGB auch den persönlichen Umständen des Täters angepasst werden[838]. Dabei ist insbesondere zu berücksichtigen, ob der Angeschuldigte selbst über die zu meldenden Bestände verfügt und deshalb von der Meldepflichtverletzung direkt profitiert hat oder ob er als Leitungsorgan einer juristischen Person ohne direkten persönlichen Gewinn strafbar wurde. Gerade bei diesen Personen muss berücksichtigt werden, dass die Geldstrafe tief in ihre persönlichen Vermögensverhältnisse eingreift, weshalb ein realistisches Strafmass zu finden ist[839].

Bisher kam es offensichtlich erst zu einer Verurteilung gemäss Art. 41 BEHG[840]. Im Jahre 2003 verurteilte das Eidgenössische Finanzdepartement eine natürliche Person, die im Namen einer Holding handelte, wegen Verletzung der Meldepflicht mit Eventualvorsatz zu einer Geldstrafe von CHF 50'000, womit die Strafe stark unter dem theoretisch möglichen Höchstmass blieb.

Bei der fahrlässigen Verletzung der Meldepflicht gelten ähnliche Massstäbe, wobei sich der Strafrahmen zwischen CHF 1.– und CHF 1 Million bewegen

---

836 Die Höhe der Überschreitung führt zwar auch schon zu einer Reduktion des Strafrahmens. Diese Reduktion ist aber im Verhältnis zur Höhe der Meldepflichtverletzung unterproportional; wenn beispielsweise die letzte Meldung bei $33^1/_3$% stattfand und die meldepflichtige Person die Grenze von 50% überschritten hatte, ohne dies zu melden, so liegt das maximale Strafmass für eine Überschreitung der 50%-Grenze um 0,5% (50,5% Aktienbestand), bei 34,4% für eine Überschreitung um 10% (60% Aktienbestand) dagegen bei 53,4% – eine Differenz, welche den Umstand, dass der Betrag der zweiten Verletzung rund 20x höher war, nicht genügend widerspiegelt.

837 Sofern in diesen Fällen nicht ohnehin blosse Fahrlässigkeit vorliegt.

838 Votum Leutenegger-Oberholzer, Amtl. Bull. 2007, N 1058, die nach der Einigungskonferenz zuhanden der Materialien festhielt, dass die persönlichen Verhältnisse von Täter bzw. Täterin bei der Festsetzung des Strafmasses zu würdigen seien.

839 Vgl. Votum Leutenegger Oberholzer, Amtl. Bull. 2007, N. 97; vgl. Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, N. 97.

840 Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 5. Der Eventualvorsatz wurde offensichtlich angenommen, weil die betreffende Person früher in fahrlässiger Weise die Meldepflicht verletzt hatte, weshalb angenommen wurde, dass sie im Wiederholungsfall eine Verletzung in Kauf nahm und damit eventualvorsätzlich handelte.

kann; kommt es allerdings innert fünf Jahren nach der ersten Verletzung zu Wiederholungen, so liegt die Minimalstrafe bei CHF 10'000.

5.2.5 Strafverfahren

Gemäss Art. 44 Abs. 1 BEHG wird das Strafverfahren gemäss VStrR durchgeführt, wobei Strafverfolgung und Beurteilung dem Eidgenössischen Finanzdepartement obliegen[841]. In diesem Verfahren können die bestraften Personen allerdings immer eine gerichtliche Beurteilung durch ein Gericht verlangen, wobei auch der Weg zum Bundesgericht durch die Beschwerde in Strafsachen i.S. von Art. 48 ff. BEHG offensteht, sodass ein faires gerichtliches Verfahren gesichert ist.

Die Anzeige an das Finanzdepartement erfolgt typischerweise durch die EBK, die gemäss Art. 35 Abs. 6 BEHG eine Anzeige einleiten muss, wenn sie Kenntnis von strafbaren Handlungen, d.h. vorsätzlichen Meldepflichtverletzungen, hat. Grundsätzlich ist es gemäss Art. 19 VStrR aber auch Drittpersonen, wie insbesondere der von der Meldepflichtverletzung betroffenen Gesellschaft oder Aktionären, möglich, eine Anzeige beim Finanzdepartement einzureichen.

5.3 Keine Nichtigkeit des Erwerbs

Die Missachtung der Meldepflicht führt nicht zur Nichtigkeit oder Ungültigkeit des betreffenden Erwerbsgeschäftes[842]. Die Meldepflicht ist nur eine Pflicht, die beim Erwerber bzw. beim Veräusserer als Folge der Transaktion entsteht; sie betrifft nicht die Grundlage bzw. den Inhalt der betroffenen Transaktionen, weshalb es nicht zu einer Aufhebung des Vertrags wegen Widerrechtlichkeit kommen kann[843]. Die Rückabwicklung des Geschäftes wäre auch unverhältnismässig, da die Gegenpartei, die keine Pflichten verletzt hat, genau gleich getroffen würde wie die Partei, die ihre Pflicht verletzt hat. Überdies würde auch die Funktionsfähigkeit des Marktes selber beeinträchtigt, da sich Gegenparteien nicht mehr auf die Abwicklung eines normalerweise anonymen, über die Börse abgewickelten Geschäftes verlassen können, sondern mit einer Rückabwicklung rechnen müssten, wenn die Gegenpartei ihre Meldepflicht verletzt[844].

---

841 Eine schematische Darstellung des Verfahrens findet sich bei Lebrecht/Wittibschlager, N. 14 zu Art. 44 BEHG. Bisher kam es allerdings nur zu sehr wenigen derartigen Verfahren; zwei werden im EBK-Jahresbericht 2003, S. 104 erwähnt, wobei ein Verfahren eingestellt und das andere in einer Busse von CHF 50'000 endete – bisher offensichtlich die einzige unter Art. 41 BEHG ausgesprochene Busse.

842 Kunz (2008b), S. 282; Gotschev (2005), S. 120.

843 Bertschinger (1997a), S. 287; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 85 zu Art. 40 – 44 BEHG; vgl. Gotschev (2005), S. 120; vgl. Kunz (2001), S. 626 ff., der das Fehlen von zivilrechtlichen Sanktionen kritisiert.

844 Mettier (1999), S. 193; Bertschinger (1997a), S. 287.

III. ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEANGEBOTE

A. ZWECK DER ÜBERNAHMEREGELN

1. Marktneutrale Regelung zum Schutz der Aktionäre

Der Zweck der Übernahmeregeln besteht nicht darin, Übernahmen zu verhindern oder zu fördern. Das Gesetz soll vielmehr marktneutral sein und zum Schutz der Publikumsaktionäre sicherstellen, dass Übernahmeverfahren in fairer Weise ablaufen[845]. Entsprechend dem in Art. 1 BEHG dargestellten Gesetzeszweck sollen die Übernahmeregeln in Übernahmesituationen Transparenz und Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft sicherstellen, um so die Funktionsfähigkeit des Marktes bei Übernahmeangeboten zu schützen[846]. Im Hinblick auf dieses Ziel sollen die Voraussetzungen geschaffen werden, damit die Aktionäre ohne übermässigen Zeitdruck bezüglich ihrer Aktien eine sachgerechte Entscheidung auf der Basis aller entscheidungsrelevanten Informationen treffen können[847].

2. Einzelne Ziele der Übernahmeregeln

Der Zweck der Übernahmeregelung führt zu den folgenden Zielen[848], die von der Übernahmekommission und der EBK als tragende Elemente der börsenrechtlichen Regelung betrachtet werden und für die Auslegung von Gesetz und Verordnung richtungsweisend sind[849]:

2.1 Transparenz

Primäres Ziel der Übernahmeregeln ist, sicherzustellen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft ihren Entscheid über Ablehnung bzw. Annahme des Angebotes auf der Basis möglichst vollständiger Informationen fällen können[850]. Dies wird durch verschiedene Informationspflichten der Anbieter und der Zielgesellschaft sichergestellt, wobei die Publikation eines Angebotsprospektes durch den Anbieter und die Publikation eines Berichtes zum Angebot durch

---

845 Amtl. Bull. 2007, N. 1994, S. 1052; BGE 133 II 81 (E. 4.3.2); Tschäni (2003a), S. 334; Köpfli (1998), S. 58; Glatthaar (2007), S. 10; von der Crone (1996), S. 46. Der ehemalige Präsident der UEK, von der Crone, bezeichnet die UEK in diesem Sinne auch als „Schiedsrichterin" im Übernahmeverfahren, die sich nicht auf das Ergebnis eines Übernahmeangebotes, sondern allein auf das Verfahren konzentriert: von der Crone (2005), S. 1 f.

846 Botschaft, BEHG S. 21; vgl. auch Art. 1 UEV; Tschäni (2003a), S. 334; Tschäni (2004a), S. 195; Reutter (2002), S. 12; Bernet (1998), S. 76 ff.; Gotschev (2005), S. 67 ff.; Kritisch zu den gesetzgeberischen Zielen: Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 2 ff.

847 Meier-Schatz (1996), S. 109; von der Crone (1996), S. 45; vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 1998, i.S. Pharma Vision (E.2); Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006, i.S. Berna (E.2.4).

848 Vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 147; Meier-Schatz (1998), S. 54; Nobel (1999), S. 158.

849 Vgl. dazu Empfehlung der UEK i.S. Rentenanstalt vom 17. September 2002; Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport PSC Holding AG (E.1.3); Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding; Aregger/Margiotta (2004), S. 286 ff.

850 Von der Crone (2005), S. 1.

den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Vordergrund stehen[851]. Durch diese Transparenzvorschriften soll das Informationsdefizit, das die Aktionäre der Zielgesellschaft im Vergleich zu den Leitungsorganen der Zielgesellschaft und dem Anbieter haben, ausgeglichen werden[852]. Durch die Offenlegung aller für die Bewertungen der Zielgesellschaft notwendigen Informationen wird aber vor allem auch sichergestellt, dass der Aktienkurs der Zielgesellschaft den tatsächlichen Wert des Unternehmens möglichst genau abbildet. Die vorne in Ziff. I.1.1.1. dargestellte Lücke zwischen der Bewertung aufgrund der im Publikum tatsächlich vorhandenen Informationen einerseits und der bei Offenlegung aller für die Bewertung relevanten Informationen theoretisch richtigen Bewertung der Zielgesellschaft soll möglichst klein sein, damit die Aktionäre bei ihrer Entscheidung tatsächlich Unternehmenswert und Angebot gegenüberstellen können, um auf dieser Basis die richtige Entscheidung zu treffen[853]. Wird diese Bewertungslücke geschlossen, werden nicht nur die Anleger selbst geschützt, sondern auch die Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle, wodurch dessen ökonomische Funktionsfähigkeit sichergestellt wird[854].

2.2 Gleichbehandlung der Aktionäre

Ein weiteres Ziel der Übernahmeregeln ist es, die Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft sicherzustellen[855]: Alle Aktionäre der Zielgesellschaft sollen die gleichen Informationen erhalten und ihre Aktien auch zum gleichen Preis und zu den gleichen Bedingungen verkaufen können. Dieses börsenrechtliche Gleichbehandlungsgebot stellt eine Weiterentwicklung des in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR und Art. 717 Abs. 2 OR festgehaltenen aktienrechtlichen Gleichbehandlungsprinzips dar. Das börsenrechtliche Gleichbehandlungsgebot bindet im Gegensatz zu den aktienrechtlichen Vorschriften allerdings nicht nur die Gesellschaft selbst bzw. deren Organe, sondern wird auch auf den Anbieter ausgedehnt. Diese Ausdehnung des Gleichbehandlungsgrundsatzes ist notwendig, da sich ein effizienter Markt für Unternehmenskontrolle nur dann entwickeln kann, wenn die Aktionäre nicht nur von der Gesellschaft gleich behandelt werden, sondern auch vom Anbieter.

Das Prinzip der Gleichbehandlung wird allerdings insoweit durchbrochen, als es einem Anbieter gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG möglich ist, vor der Publikation eines Übernahmeangebotes Aktien der Zielgesellschaft zu Preisen zu kau-

---

851 Verfügung der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. Esec (E.3.C.bb).

852 Meier-Schatz (1996), S. 109; Frauenfelder (2001), S. 45; Bühler (2003), S. 6; von der Crone (2005), S. 1.

853 Wenn die Offenlegung aller bewertungsrelevanten Tatsachen einen Kurs ergibt, der über dem Angebotspreis liegt, so ergibt sich für die Aktionäre der Zielgesellschaft ein klares Signal: Der Wert der Zielgesellschaft übersteigt den Angebotspreis, sodass dieses nicht attraktiv ist.

854 Vgl. Werlen (1994), S. 200; Mettier (1999), S. 36 ff.; Hsu (2000), S. 111; von der Crone (1997b), S. 86.

855 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 4; Blaas/Barraud (2008), S. 337.

fen, die bis zu 33 1/3% über dem Angebotspreis liegen[856]. Dies ermöglicht es einem Anbieter insbesondere, sich den Erfolg des Angebotes zu sichern, indem er vor der Publikation des Angebotes eine beherrschende Beteiligung zu Preisen kauft, die über dem Angebotspreis liegen. M.E. stellt diese Ausnahme einen ungerechtfertigten Einbruch in das Gleichbehandlungsprinzip dar und gefährdet vor allem auch die Effizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle[857]. Die Möglichkeit derartiger Käufe führt in der schweizerischen Praxis dazu, dass in vielen Fällen die Übernahme durch den vorherigen Erwerb einer Mehrheitsposition faktisch gesichert wird[858] und das Angebot, das nach dem Erwerb der Mehrheitsposition gemäss Art. 32 BEHG unterbreitet werden muss, nur noch der Übernahme von Restpositionen dient bzw. zu einer Pflichtübung verkommt, bei der den Publikumsaktionären ein unbefriedigend tiefer Preis offeriert wird[859]. Die Möglichkeit, vor der Veröffentlichung eines öffentlichen Angebotes höhere Preise zu zahlen, führt auch dazu, dass häufig der dem öffentlichen Angebot vorangehende Erwerb einer massgebenden Position im Zentrum der Übernahmestrategie der Anbieterin steht und nicht das Übernahmeangebot selbst. Entsprechend konzentrieren sich die Grossaktionäre einer Zielgesellschaft – und damit leider auch häufig der von ihnen beherrschte Verwaltungsrat der Zielgesellschaft – weniger auf die Preisverhandlung für das öffentliche Angebot, sondern auf den Preis, der für den vorgängigen Erwerb dieser massgebenden Aktienpakete zu bezahlen ist[860].

M.E. wäre es zur Sicherstellung der Gleichbehandlung der Aktionäre gerechtfertigt, im Rahmen einer Gesetzesänderung vorzusehen, dass Pflichtangebote zum höchsten Preis gemacht werden müssen, den die betreffende Anbieterin in den zwölf Monaten vor der Publikation des Angebotes bezahlt hat. Damit würde sichergestellt, dass die Übernahmeprämie auf alle Aktionäre verteilt wird und die Hauptaktionäre einer Gesellschaft sowie auch die von ihnen beeinflussten Organe der Zielgesellschaft einen Anreiz haben, sich auf die Optimierung des Angebotspreises, der allen Aktionären zugutekommt, zu kon-

---

856 Blaas/Barraud (2008), S. 347; vgl. das Beispiel bei Schärer/Waller (2008), S. 60 ff.; vgl. Empfehlung der UEK vom 22. August 2007 i.S. Unilabs (E.2.3), wo die UEK selbst die Möglichkeit einer Prämienzahlung als Widerspruch zum Gleichbehandlungsgebot bezeichnet; eine unbeschränkte Prämie gegenüber dem Angebotspreis ist möglich, wenn die Statuten der Zielgesellschaft eine Opting-out-Klausel enthalten; dazu Ziff. III.J. 9.

857 Vgl. Meier-Schatz (1996), S. 125 f.; vgl. vorne Ziff. I.3.1.2.

858 Vgl. die bei Bachmann (1992), S. 33, geschilderten Beispiele; dieses zweistufige Vorgehen ist in der Schweiz deshalb möglich, weil rund 30% der zwanzig grössten schweizerischen Publikumsgesellschaft und 50% der übrigen kotierten Gesellschaften von Einzelpersonen, Familien oder Gruppen kontrolliert werden, die durch den Verkauf ihrer Position die Kontrolle über die Gesellschaft vermitteln können Bohrer (2005b), S. 11 f.

859 Krasse Beispiele sind die Pflichtangebote, die zum Minimalpreis, d.h. zum Börsenpreis erfolgen und damit für die Aktionäre derart unattraktiv sind, dass überhaupt keine Aktien mehr angedient werden; vgl. z.B. Übernahmeangebot der Laxey Partners für Mach Hitech, Empfehlung der UEK vom 27. April 2004 i.S. Mach Hitech.

860 Dieses Bild zeigt sich immer, wenn der Hauptaktionär den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kontrolliert; in diesen Fällen unterstützt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft meist durch die Zulassung einer Due Diligence und durch weitere Massnahmen die Auktion bezüglich der Mehrheitsbeteiligung und kümmert sich – mangels Anreiz – genauso wenig wie die Hauptaktionäre um ein möglichst hohes Übernahmeangebot, vgl. z.B. die Übernahme der Bon Appétit Group durch Rewe; Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appetit Group.

zentrieren[861]. Die von den Verteidigern der Preisdifferenzierung vorgebrachten Argumente, dass die Übernahmeprämie dem Hauptaktionär bzw. den Hauptaktionären zusteht, weil die Möglichkeit der Beherrschung einen ökonomischen Wert hat, der mit der betreffenden Position verbunden ist[862], muss gegenüber dem börsenrechtlichen Gleichbehandlungsprinzip in den Hintergrund treten: Die betreffenden Grossaktionäre haben meist selber die Kotierung „ihrer" Gesellschaft angestrebt, um eine Verkaufsmöglichkeit zu erhalten. Da sie so bewusst die Vorteile des Marktes gesucht haben, müssen sie auch die Gleichbehandlung akzeptieren, die Konsequenz einer Publikumsgesellschaft ist. Wenn ein Aktionär dagegen nicht selbst an der Kotierung mitgewirkt, sondern seine grosse Beteiligung erst später am Markt erworben hat, so hat er zum Aufbau dieser Position gerade die Vorteile des Marktes genutzt und muss deshalb auch die mit dem Markt verbundene Gleichbehandlung der Aktionäre akzeptieren.

2.3 Wettbewerb bei Angeboten

Ein effizienter Markt basiert auf aktuellem bzw. potentiellem Wettbewerb. Denn nur Wettbewerb kann die Akteure disziplinieren und dazu zwingen, Angebote auszuarbeiten, die für die Aktionäre der Zielgesellschaft attraktiv sind, weil sie den tatsächlichen Wert bzw. das Wertpotential der Zielgesellschaft widerspiegeln[863]. Um diesen Wettbewerb, der sich vor allem zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt[864], zu ermöglichen, sehen die Übernahmeregeln verschiedene Bestimmungen vor, die gewährleisten sollen, dass nicht nur zwischen dem Übernahmeangebot und der primären Alternative – der Weiterführung der Zielgesellschaft durch deren bisherige Leitungsorgane – Wettbewerb besteht, sondern dass auch ein offener Markt für konkurrierende Angebote entsteht[865]. Das Ziel, Wettbewerb zwischen konkurrierenden Angeboten zu schaffen, drückt sich vor allem in Art. 30 BEHG aus, wo ausdrücklich festgehalten wird, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft zwischen konkurrierenden Angeboten frei wählen können[866]. Der Umstand, dass ein Anbieter für eine beherrschende Position, die er vor Veröffentlichung des Angebotes erwirbt, eine Prämie gegenüber dem Angebotspreis zahlen kann, wirkt sich allerdings zum Nachteil des Wettbewerbs aus. Die Frage, wer die Kontrolle über eine

---

861 Wie vorne in Ziff. I.3.1.2 gezeigt, verbessert eine derartige Ausdehnung des Gleichbehandlungsgebotes auch die Allokationseffizienz des Kapitalmarktes, da der Schutz der Minderheitsaktionäre zu einer höheren Bewertung und damit zu tieferen Kapitalkosten führt.

862 Hofstetter (1996), S. 231.

863 Borner (1998), S. 275; von der Crone (2005), S. 8; dazu im Einzelnen Ziff. I.3.2.2.

864 Die Mehrheitsaktionäre haben unter geltendem Recht immer die Möglichkeit, ihre Kontrollmehrheit in einer Auktion möglichst teuer zu verkaufen und können so selbst für Wettbewerb sorgen – eine Möglichkeit, welche die Publikumsaktionäre nicht haben.

865 BGE 2A.25/2007; vgl. Bernet (1998), S. 79 f.; vgl. von der Crone (1995), S. 71 und 76; von der Crone (2005), S. 8 ff.

866 Vgl. Verfügung der EBK i.S. Centerpulse/InCentive vom 23. Juli 2003 (E.3); Aregger/Margiotta (2004), S. 291 f.; Margiotta/Chabloz (2005), S. 209; Zobl (1998), S. 60; Tschäni (2004b), S. 419; vgl. Harris (2005), S. 111; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 4. Die Übernahmekommission selbst geht auch davon aus, dass ein offener Markt für die Unternehmenskontrolle von öffentlichem Interesse ist: Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2000 i.S. Baumgartner (E.1.4.1); Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.2.3); Blaas/Barraud (2008), S. 337.

kotierte Gesellschaft erwirbt, wird wegen dieser Möglichkeit häufig nicht aufgrund des Wettbewerbs zwischen öffentlichen Angeboten entschieden. Entscheidend ist vielmehr die Höhe der Prämie, die der Übernehmer den Hauptaktionären vor der Publikation eines öffentlichen Angebotes anbietet[867]. Damit verlagert sich der Wettbewerb für die Kontrollübernahme in die vom Übernahmerecht nicht geregelte Vorphase des öffentlichen Angebotes, während das öffentliche Angebot selbst nur noch eine „Pflichtübung" für den Anbieter darstellt, der sich bereits eine Mehrheit gesichert hat[868]. Würde das Gleichbehandlungsgebot auf Transaktionen vor der Veröffentlichung eines öffentlichen Angebotes ausgedehnt und müsste der Anbieter deshalb im öffentlichen Angebot den gleichen Preis zahlen, den er für den Erwerb einer Kontrollmehrheit im Vorfeld des öffentlichen Angebotes zahlt, so käme es nicht zu einer derartigen Verlagerung des Wettbewerbs in die Vorphase des Angebotes und die Kontrollprämie würde auf alle Aktionäre gleichmässig verteilt, was sich entsprechend in einem höheren Angebotspreis für die Publikumsaktionäre niederschlagen würde.

867 Vgl. Gruber (1996), S. 109 f.; Beispiele derartiger Transaktionen finden sich in der Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (Sachverhaltsdarstellung); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer vom 15. April 2005 (Sachverhaltsdarstellung); vgl. Schärer/Waller (2008), S. 60 ff.

868 Tatsächlich gibt es in der Schweiz eine sehr grosse Anzahl kotierter Gesellschaften, bei denen ein Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären die Stimmenmehrheit bzw. mindestens eine Kontrollminderheit hält, welche die Kontrolle über die Gesellschaft erlaubt, vgl. dazu die Untersuchung von Bohrer/Kubli (1998), S. 909; vgl. auch Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 69 ff.

B. DER ANWENDUNGSBEREICH DER SCHWEIZERISCHEN ÜBERNAHMEREGELN

Gemäss Art. 22 BEHG unterstehen alle öffentlichen Übernahmeangebote für schweizerische Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Schweizer Börse kotiert sind, den börsenrechtlichen Übernahmeregeln. Irrelevant für die Unterstellung ist dagegen der Sitz bzw. Wohnsitz des Anbieters sowie der Aktionäre der Zielgesellschaft; die schweizerischen Übernahmeregeln kommen – bei Erfüllung der entsprechenden Unterstellungskriterien – daher auch dann zur Anwendung, wenn der Anbieter seinen Sitz bzw. Wohnsitz im Ausland hat oder die Mehrheit der Aktionäre nicht in der Schweiz ansässig ist.[869]

Für die Unterstellung unter die schweizerischen Übernahmeregeln müssen im Einzelnen folgende Kriterien erfüllt werden:

1. Schweizerische Zielgesellschaft

1.1 Grundsatz: Massgeblichkeit des statutarischen Sitzes

Die Übernahmeregeln des Börsengesetzes gelten nach dem Wortlaut von Art. 22 BEHG nur für schweizerische, nicht aber für ausländische Gesellschaften[870]. Entsprechend dem in Art. 154 IPRG statuierten Inkorporationsprinzip gilt als schweizerische Gesellschaft eine Gesellschaft, die unter schweizerischem Recht gegründet ist und dementsprechend ihren statutarischen Sitz in der Schweiz hat[871]. Daher werden alle Gesellschaften, die nach schweizerischem Recht gegründet worden sind, als schweizerische Gesellschaften betrachtet, unabhängig davon, wo sich der Sitz ihrer tatsächlichen Leitung befindet. Als ausländische Gesellschaften gelten dagegen grundsätzlich alle Gesellschaften, die nach ausländischem Recht gegründet worden sind und ihren statutarischen Sitz dementsprechend ausserhalb der Schweiz haben. Gemäss diesem Grundsatz sind die Übernahmeregeln des Börsengesetzes auch dann nicht auf ausländische Gesellschaften anwendbar, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft allein in der Schweiz kotiert sind[872]. Da das Recht, unter dem diese Gesellschaften gegründet wurden, je nach Ausgestaltung überhaupt keine Übernahmeregeln vorsieht oder diese nur anwendbar sind, wenn die Aktien auch an einer Börse im betreffenden Land kotiert sind, entsteht meist ein negativer Regelungskonflikt, d.h., Übernahmeangebote für derartige Gesell-

---

869 Raggenbass (1999), S. 86; Meier-Schatz (1996), S. 112 f.

870 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 10.

871 Tschäni/Iffland, Diem, BSK, N. 6 zu Art. 22 BEHG; Tschäni (2003a), S. 336; Tschäni/Iffland (2002), S. 208.

872 Diese Konstellation findet sich bei den in der Schweiz kotierten liechtensteinischen Gesellschaften sowie einigen anderen Gesellschaften, die nur in der Schweiz kotiert, sind wie beispielsweise austriamicrosystems.

schaften unterstehen weder schweizerischen noch ausländischen Übernahmeregeln[873].

1.2 Anwendung der schweizerischen Regeln auf ausländische Gesellschaften bei tatsächlichem Sitz in der Schweiz

EBK und Übernahmekommission halten grundsätzlich daran fest, dass Übernahmeregeln im Sinne der vorne dargestellten Grundsätze nur für schweizerische Gesellschaften gelten. Sie nehmen damit in Kauf, dass bei Angeboten für ausländische Gesellschaften, deren Aktien ausschliesslich in der Schweiz kotiert sind, meist ein negativer Regelungskonflikt entsteht, sodass das betreffende öffentliche Angebot weder von in- noch von ausländischen Übernahmeregeln erfasst wird[874].

Übernahmekommission und FINMA wenden zur Sicherstellung des Anlegerschutzes die Übernahmeregeln des schweizerischen Börsengesetzes aber dann auf in der Schweiz kotierte ausländische Gesellschaften an, wenn sich der Sitz der Verwaltung dieser Gesellschaften in der Schweiz befindet[875]. Diese Praxis ist m.E. entgegen der zum Teil in der Lehre geäusserten Kritik[876] aufgrund des Gesetzeszweckes sachgerecht. Gesellschaften, die zwar gesellschaftsrechtlich einem ausländischen Recht unterstellt sind, ihr geschäftliches Zentrum jedoch in der Schweiz haben, werden von den Anlegern als „schweizerisch" betrachtet und geben sich auch häufig bewusst einen „schweizerischen" Anstrich[877]. Aufgrund dieses Rechtsscheins ist es zum Schutze der Anleger gerechtfertigt, die börsengesetzlichen Übernahmeregeln zur Anwendung zu bringen[878]. Da derartige schützenswerte Anlegerinteressen allerdings nur entstehen können, wenn ein sehr starker Bezug zur Schweiz besteht, muss die Unterstellung ausländischer Gesellschaften unter die schweizerischen Übernahmeregeln auf Fälle beschränkt werden, bei denen die von aussen erkennbaren Anknüpfungspunkte mit der Schweiz sowohl in qualitativer wie auch quantitativer Hinsicht gegenüber den ausländischen Anknüpfungspunkten deutlich überwiegen[879].

---

873 So wurden Übernahmeangebote für Hilti und LGT weder vom schweizerischen noch vom liechtensteinischen Recht erfasst; Empfehlung der UEK vom 1. Dezember 1999, i.S. Hilti (E.1); Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2003, i.S. (Hilti).

874 Empfehlung der UEK vom 1. Dezember 1999, i. S. Hilti (E.1); Empfehlung der UEK vom 28. September 2003, i.S. Perutil (E.2.3); Schärrer/Aregger, S. 146; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 11.

875 Die Schweizer Übernahmeregeln kamen beispielsweise beim Übernahmeangebot von LVMH für TAG Heuer International zur Anwendung, da TAG Heuer zwar ihren statutarischen Sitz in Luxemburg, das Zentrum ihrer Geschäftstätigkeit und den Sitz der tatsächlichen Verwaltung aber in der Schweiz hatte (Verfügung der EBK vom 20. September 1999 i.S. TAG Heuer); Tschäni (2003a), S. 336; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 141 ff.; Iffland/Vaisy (2000), S. 128 f.

876 Vgl. Weber, BSK, N. 13 zu Art. 22 BEHG; Brügger/Dubs (2000), S. 74 ff.; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 143 ff.; Iffland/Vaisy (2000), S. 129 ff.

877 Vgl. Verfügung der EBK i.S. TAG Heuer (E.2.c.dd/ee).

878 Vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 146.

879 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Perutil; Schärer/Aregger (2003), S. 147; z.B. Sitz der obersten Leitungsorgane (Verwaltungsrat und Geschäftsleitung), Sitz und Nationalität der Verwaltungsratsmitglieder etc.

1.3 Lösung negativer Regelungskonflikte de lege ferenda

Der Umstand, dass ein ausländisches Unternehmen nur in der Schweiz kotiert ist, kann im Rahmen der heutigen gesetzlichen Grundlagen auch bei starker Gewichtung des Anlegerschutzes für sich allein keine Unterstellung unter die schweizerischen Übernahmevorschriften rechtfertigen[880]. Da sich der Wortlaut von Art. 22 BEHG ausdrücklich auf „schweizerische" Gesellschaften bezieht, ist es ohne starken Anknüpfungspunkt in der Schweiz nicht zulässig, eine ausländische Gesellschaft den schweizerischen Regeln zu unterstellen[881]. In diesen Fällen bleibt es beim bereits dargestellten negativen börsenrechtlichen Regelungskonflikt, d.h., das betreffende öffentliche Angebot wird allein vom anwendbaren Gesellschafts- und Vertragsrecht geregelt. Von der Crone[882] schlägt daher de lege ferenda vor, dass die Geltung der schweizerischen Übernahmeregeln nicht mehr an die Nationalität bzw. an den rechtlichen oder tatsächlichen Sitz der Gesellschaft anknüpft, sondern nur noch an die Tatsache der Primärkotierung an einer Schweizer Börse. Dieser konsequent börsenrechtliche Ansatz ist m.E. richtig, da sich einerseits der Zusammenhang zwischen Nationalität bzw. Sitz einer Gesellschaft und Börsenkotierung immer mehr lockert und sich andererseits die Erwartungen der Anleger bezüglich der börsenrechtlichen Behandlung einer Gesellschaft sehr stark an der Tatsache orientieren, dass eine Gesellschaft an einer bestimmten Börse kotiert ist[883].

1.4 Positive Regelungskonflikte

Im Falle von Doppelgesellschaften, bei denen Beteiligungspapiere zweier Gesellschaften aus verschiedenen Ländern, im Sinne von „stapled stocks" als Einheiten, gehandelt werden, kann sich aus der Anwendung der beiden auf diese Gesellschaften anwendbaren Rechtsordnungen ein positiver Regelungskonflikt ergeben, weil in diesem Fall sowohl schweizerische wie auch ausländische Übernahmeregeln auf die Übernahme anwendbar sind: Bei De Beers z.B. wurden Units gehandelt, die sich aus je einer Aktie einer südafrikanischen Gesellschaft und einer Schweizer Gesellschaft zusammensetzten. Die Übernahmekommission hielt in diesem Falle fest, dass die schweizerischen Übernahmeregeln grundsätzlich gelten, sah im konkreten Fall eines Übernahmeangebotes aber von deren Durchsetzung ab, weil die Gesellschaft engere Beziehungen zum südafrikanischen Recht hatte und die in diesem Fall e-

---

880 Vgl. aber Iffland/Vaisy (2000), S. 129 ff. sowie Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 12, die eine derartige Auslegung für möglich halten.

881 Vgl. Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2002 i.S. Hilti AG (E.1.2), wo die UEK feststellte, dass sich der Sitz der tatsächlichen Leitung der Hilti AG in Liechtenstein befand; vgl. Brügger/Dubs (2000), S. 82; Iffland/Vaisy (2000), S. 129 ff.; auch bei der Perutil SA kamen die Bestimmungen des Börsengesetzes über öffentliche Angebote nicht zur Anwendung, obwohl diese Investmentgesellschaft von einer Schweizer Bank verwaltet wurde und ein Teil der Verwaltungsratsmitglieder in der Schweiz ansässig war; den Ausschlag gab der Umstand, dass die Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder in Südamerika ansässig waren und die Verwaltungsratssitzungen regelmässig in Panama, dem Sitz der Gesellschaft, stattfanden. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Perutil SA (E.2.4), vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 146 f.; Senn (2000), S. 974.

882 Von der Crone (2000a), S. 231.

883 Vgl. Senn (2000), S. 970; Tschäni/Iffland (2002), S. 208; Iffland/Vaisy (2000), S. 129 ff.

benfalls anwendbaren südafrikanischen Übernahmeregeln einen adäquaten Schutz für die Aktionäre vorsahen[884]. Entsprechend dieser Entscheidung ist anzunehmen, dass die UEK auch bei anderen positiven Regelungskonflikten, bei denen neben dem schweizerischen Übernahmerecht auch ein ausländisches Übernahmerecht exklusive Geltung beansprucht, in Analogie zu Art. 117 Abs. 1 IPRG die Anwendung ausländischen Rechts zulassen wird, wenn dieses mit der Gesellschaft in engerem Zusammenhang steht als das schweizerische Recht[885], sofern das betreffende ausländische Übernahmerecht den Mindeststandards des schweizerischen Börsenrechts betreffend Transparenz und Gleichbehandlung der Minderheitsaktionäre entspricht[886]. In einem derartigen Fall kann die Übernahmekommission aber auch Auflagen machen, um den Schutz der schweizerischen Anleger sicherzustellen, indem sie z.B. verlangt, dass das betreffende Angebot – genau wie ein Angebot unter dem BEHG – in schweizerischen Medien veröffentlicht wird[887].

Positive Regelungskonflikte können sich aber auch ergeben, wenn ausländische Übernahmeregeln nicht an die Kotierung oder den statutarischen Sitz einer Gesellschaft anknüpfen, sondern Anwendung beanspruchen, sobald sich ein Angebot an den Anleger im betreffenden Land richtet[888]. In diesen Fällen erlaubt die Übernahmekommission Aktionäre aus den betreffenden Ländern vom Angebot auszuschliessen, um den Regelungskonflikt zu vermeiden[889]. Ein derartiges Vorgehen ist in Anbetracht der oben dargestellten international privatrechtlichen Grundsätze folgerichtig, da der Umstand, dass Aktionäre im Ausland ansässig sind, im Rahmen des heutigen internationalen Anlageverhaltens keine genügend enge Beziehung darstellt, um ein ausländisches Recht zur Anwendung zu bringen.

2. Kotierung der Zielgesellschaft an einer Schweizer Börse

Die Übernahmeregeln des Börsengesetzes kommen nach dem Wortlaut von Art. 22 Abs. 1 BEHG nur zur Anwendung, wenn Beteiligungspapiere[890] der betreffenden Gesellschaft an einer Schweizer Börse kotiert sind[891].

---

884 Empfehlung der UEK vom 20. März 2001 i.S. De Beers Centenary AG (E.2); vgl. Tschäni (2003a), S. 337; Wey/Huber (2001), S. 144.

885 Massgebend dürfte dabei der Sitz der tatsächlichen Verwaltung oder die Verteilung der Umsätze auf die betroffenen Börsen sein (Sitz der tatsächlichen Verwaltung: Verfügung der EBK vom 30. September 1999 i.S. TAG Heuer International; Verteilung der Umsätze: Empfehlung der EBK vom 20. März 2001 i.S. De Beers Centenary AG (E.2).

886 Vgl. Wey/Huber (2001), S. 144 f.

887 Empfehlung der UEK vom 20. März 2001 i.S. De Beers Centenary AG.

888 Z.B. die USA; Miller/Boyer (2006), S. 74 ff.

889 Dazu im Einzelnen III.D. 1.3.

890 Der Begriff des Beteiligungspapieres wird in Art. 2 lit. e BEHG und Art. 2 UEV definiert. Entsprechend der Definition von Art. 2 UEV umfasst der Begriff Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine, aber keine Wandel- und Optionsrechte: dazu Zobl, Kommentar Börsengesetz, N. 15 ff. zu Art. 2 lit. a BEHG; Reutter (1999), S. 1094.

891 Tschäni/Oertle, BSK, N. 8 zu Art. 22 BEHG; Senn (2000), S. 969.

Als Schweizer Börse gelten sämtliche Wertpapierhandelsorganisationen, die der Legaldefinition von Art. 2 lit. b BEHG entsprechen und deshalb der Bewilligungspflicht gemäss Art. 3 BEHG unterstehen[892]. Der Begriff der Kotierung ergibt sich aus Art. 2 lit. c BEHG: Als kotiert gelten demnach Beteiligungspapiere, wenn sie mit Willen der betreffenden Gesellschaft an einer Börse zum Handel zugelassen sind[893]. Damit unterstehen alle Schweizer Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere an einem der Segmente der SIX[894] oder an der Berner Börse[895] kotiert sind, den Übernahmeregeln des Börsengesetzes.. Die Übernahmeregeln des Börsengesetzes gelten dagegen nicht für Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere ausserbörslich im Telefonverkehr gehandelt werden, selbst wenn grosse Volumen umgesetzt und die Kurse regelmässig veröffentlicht werden[896].

Damit die Übernahmeregeln auf eine Schweizer Gesellschaft angewendet werden, genügt es, dass eine Kategorie von Beteiligungspapieren[897] an einer Schweizer Börse kotiert ist[898]. Damit untersteht auch eine Gesellschaft, die nur Partizipationsscheine[899] an einer Schweizer Börse kotiert hat, den Übernahmebestimmungen des Börsengesetzes[900]. Die Übernahmeregeln kommen jedoch nicht zur Anwendung, wenn nur Obligationen[901] kotiert sind, da diese nicht als Beteiligungspapiere im Sinne von Art. 2 UEV gelten.

Nach der Praxis der Übernahmekommission kommen die Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote allerdings auch dann zur Anwendung, wenn die Beteiligungspapiere der betreffenden Gesellschaft wegen einer vorausgehenden Dekotierung im Zeitpunkt des Angebotes nicht mehr kotiert sind, das öffentliche Übernahmeangebot aber in einem engen zeitlichen oder sachlichen Zusammenhang mit der Dekotierung steht und deshalb der Schutz der Anleger die Anwendung der Regeln über öffentliche Übernahmen gebietet[902]. Diese

---

892 Daeniker/Waller, BSK N. 20 zu Art. 2 BEHG; Gotschev (2005), S. 72 ff.

893 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 10 zu Art. 22 BEHG; vgl. Daeniker/Waller, BSK N. 28 f. zu Art. 2 lit. a–c BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N.8 zu Art. 22 BEHG; Köpfli (2000), S. 124; die im Segment „Sponsored" der SWX zugelassenen Titel gelten dementsprechend nicht als kotiert, da es sich um eine faktische Zulassung zum Handel handelt, die aufgrund des Gesuchs eines Sponsors und nicht aufgrund des Gesuchs der Gesellschaft selbst erfolgt; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 13.

894 Einschliesslich SWX Local Caps, Investment Gesellschaften, Immobiliengesellschaften; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 13; wie oben dargestellt, genügt der Handel im „Sponsored"-Segment dagegen nicht.

895 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Oktober 2002 i.S. UDT Group (Kotierung an der BX).

896 Böckli (2004), S. 715; Tschäni (2003a), S. 338.

897 Gemäss Art. 2 UEV gelten als Beteiligungspapiere Aktien, Partizipationsscheine, Genussscheine, Tschäni (2003a), S. 337.

898 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 13.

899 Z.B. Loeb.

900 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 7 zu Art. 22 BEHG; Reutter (1999), S. 1094 f.; Gotschev (2005), S. 77 f.

901 Zu diesem Begriff Zobl, Kommentar Börsengesetz, N. 18 ff. zu Art. 2 lit. a BEHG.

902 Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Dezember 2003 i.S. Rentenanstalt (E.1.f.); Empfehlung der UEK vom 31. März 2004, i.S. Clair Finanz Holding (E.1); Gotschev (2005), S. 78.

Praxis ist m.E. entgegen der zum Teil in der Literatur geäusserten Kritik[903] sachgerecht, da es dem Zweck der Übernahmeregeln entspricht, die Minderheitsaktionäre zu schützen, die Aktien im Vertrauen auf die Kotierung und die damit verbundene Anwendung der Übernahmeregeln erworben haben[904]. Andernfalls wäre es möglich, die Anwendung der schweizerischen Übernahmeregeln und insbesondere der Vorschriften über Pflichtangebote zu umgehen, indem die betreffenden Aktien vor der Veröffentlichung des entsprechenden Angebotes dekotiert würden[905]. Ein derartiges Vorgehen wäre insbesondere für einen Mehrheitsaktionär attraktiv, der den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft beherrscht und so die Dekotierung im Hinblick auf eine entsprechende Going-Private-Transaktion durchsetzen kann.

Die Vorschriften über Übernahmeangebote kommen aber auch zur Anwendung, wenn eine kotierte Gesellschaft durch die Ausschüttung der Aktien einer Tochtergesellschaft an die Aktionäre oder durch eine Spaltung im Sinne von Art. 29 ff. FusG in eine kotierte Gesellschaft und eine nicht kotierte Gesellschaften aufgeteilt wird; erfolgt im Zusammenhang mit dieser Transaktion nachher ein öffentliches Übernahmeangebot für die nicht kotierten Aktien, so untersteht dieses Angebot nach der Praxis der Übernahmekommission den Regeln über öffentliche Übernahmeangebote[906]. Entgegen der zum Teil in der Literatur geäusserten Kritik[907] ist diese Unterstellung unter die Übernahmeregeln richtig, wird doch durch die Abspaltung den Publikumsaktionären ein Teil der kotierten Substanz entzogen und in den nicht kotierten Bereich überführt, um dann ein Übernahmeangebot zu ermöglichen; in wirtschaftlicher Betrachtung wird in dieser Weise letztlich ein öffentliches Angebot für einen Teil der kotierten Gesellschaft gemacht[908].

---

903 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 14, die auf den eindeutigen Gesetzestext verweisen.

904 Aregger/Margiotta (2004), S. 287.

905 Dieser Weg steht kotierten Gesellschaften grundsätzlich offen, da der Verwaltungsrat einer Gesellschaft gemäss den Regeln der SWX jederzeit und voraussetzungslos die Dekotierung verlangen kann. Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Dezember 2003 i.S. Rentenanstalt (E.1). Im konkreten Fall wurden die Umgehungsabsicht allerdings verneint und die börsengesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote nicht angewendet, da die Dekotierung aus sachlichen Gründen erfolgt war, um die Konsolidierungspflicht der Rentenanstalt als Subholding des Swiss Life Konzerns zu vermeiden, und nicht in einem Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot stand. Vgl. Aregger/Margiotta (2004), S. 286 f.

906 Vgl. Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding (E.1); die Clair Finanz Holding, welche die meisten Immobilien der Mövenpick Gruppe hielt, wurde durch Ausschüttung ihrer Aktien als Sachdividende von der kotierten Mövenpick Holding abgespalten. Der Hauptaktionär der Möwenpick Holding machte darauf ein Kaufangebot für die bei den Minderheitsaktionären befindlichen Aktien der Clair Finanz Holding. Die Aktien der Clair Finanz Holding selbst wurden nicht kotiert, das Angebot wurde von der UEK aber dennoch den Übernahmeregeln des Börsengesetzes unterstellt; Empfehlung der UEK vom 5. Mai 2006 i.S. Eichhof; in diesem Fall machte Heineken ein öffentliches Angebot für eine nicht kotierte Tochtergesellschaft der Eichhof Getränke Holding AG, deren Aktien kurz vor dem Beginn der Angebotsfrist als Sachdividende an die Aktionäre der Eichhof Holding AG, einer kotierten Gesellschaft, ausgeschüttet worden waren; Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.1); Aregger/Margiotta (2004), S. 288; vgl. Büchi ((2005), S. 496 f.

907 Gotschev (2005), S. 78.

908 Aregger/Margiotta (2004), S. 288 f.; Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding (E.1).

Soweit schweizerische Gesellschaften nur an einer ausländischen Börse kotiert sind, kommen die Übernahmeregeln des schweizerischen Börsengesetzes nicht zur Anwendung[909]: Diese Gesellschaften unterstehen gegebenenfalls aber den Übernahmevorschriften des Landes, in dem sie kotiert sind. Sofern diese allerdings nur auf inländische Gesellschaften anwendbar sind, kommt es in derartigen Fällen – genau wie bei den nur in der Schweiz kotierten ausländischen Gesellschaften – zu einem negativen Regelungskonflikt, sodass das betreffende Angebot überhaupt keinen Übernahmeregeln untersteht.

3. Öffentliches Angebot für Beteiligungspapiere

Der Begriff des öffentlichen Angebotes wird in Art. 2 lit. e BEHG definiert und umfasst alle Angebote zum Kauf oder zum Tausch von Beteiligungspapieren, die sich öffentlich an die Inhaber dieser Beteiligungspapiere richten[910].

Die einzelnen Elemente des öffentlichen Kaufangebotes können wie folgt definiert werden:

3.1 Angebot

Ein öffentliches Angebot ist nach allgemeinen vertragsrechtlichen Grundsätzen eine Willensäusserung, in der eine Person öffentlich erklärt, dass sie bereit ist, mit einer unbestimmten Anzahl anderer Personen zu bestimmten Bedingungen einen Kauf- oder einen Tauschvertrag im Sinne von Art. 184 ff. OR bzw. Art. 237 ff. OR über den Kauf bzw. Tausch von Aktien einer Gesellschaft abzuschliessen[911].

Im Sinne des Anlegerschutzes wird der börsenrechtliche Begriff des öffentlichen Angebotes im Rahmen von Art. 2 lit. e BEHG allerdings weiter gefasst als der rein vertragsrechtliche Begriff. Jede Äusserung einer Person, die bei den Marktteilnehmern den Eindruck erwirkt, dass diese bereit ist, von einer unbestimmten Anzahl von Personen Aktien zu erwerben, und damit die Aktionäre der Zielgesellschaft zum Verkauf auffordert, stellt ein Angebot im Sinne des Börsengesetzes dar[912]. In diesem Sinne müssen auch gewisse Äusserungen, die vertragsrechtlich nicht als Angebot, sondern als „Einladung zur Offertstellung" betrachtet werden, als Angebote im Sinne des Börsengesetzes gewertet werden, sofern in diesen Äusserungen der Wille zum Ausdruck kommt, Aktien der betreffenden Zielgesellschaft von einer unbestimmten Zahl von Aktio-

---

909 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 10 zu Art. 22 BEHG.

910 Böckli (2004), N. 66; Meier-Schatz (1996), S. 113.

911 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 2 zu Art. 2 lit. e BEHG; vgl. Reutter (1999), S. 1095 f.

912 Vgl. zur extensiven Auslegung des Angebotsbegriffes: Empfehlung der UEK vom 18. März 2005 i.S. Forbo (E.2.4.2); Reutter (1999), S. 1101; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 5 f.; vgl. Gerhard (2006), S. 217; Glatthaar (2007), S. 61.

nären zu erwerben[913]. Daher liegt insbesondere ein Angebot im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG vor, wenn eine Partei öffentlich erklärt, dass sie bereit ist, von unbestimmten Gegenparteien Aktien einer Gesellschaft zu kaufen, wenn diese zu annehmbaren Bedingungen angeboten werden[914].

Nicht als Angebot gelten dagegen Äusserungen eines Aktionärs, mit denen er seine Absicht bekanntgibt, eine Beteiligung auf- oder auszubauen, da es bei derartigen Mitteilungen an der Aufforderung an die Aktionäre der Zielgesellschaft fehlt, ihre Aktien zu verkaufen[915]. Auch eine Verlautbarung, in der eine Partei öffentlich eine Absicht bekanntgibt, in der Zukunft ein öffentliches Angebot zu unterbreiten, kann nicht als öffentliches Angebot betrachtet werden, weil es auch bei einer derartigen Äusserung an der Aufforderung, Aktien zu verkaufen, fehlt[916]. Um eine derartige Absichtserklärung klar von einem Angebot bzw. einer formellen Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV abzugrenzen, empfiehlt es sich allerdings, eine derartige Verlautbarung ausdrücklich als Absichtserklärung zu kennzeichnen und in der Medienmitteilung auch festzuhalten, dass es sich bei der betreffenden Mitteilung weder um ein Angebot noch um eine Voranmeldung handelt[917].

Eine derartige informelle Verlautbarung kann allerdings zu einer Angebotsprovokation im Sinne von Art. 53 UEV führen; gibt eine Person öffentlich bekannt, dass sie die Möglichkeit in Betracht zieht, ein öffentliches Angebot zu unterbreiten, so kann die Übernahmekommission diese Person verpflichten innerhalb einer bestimmten Frist entweder ein Angebot zu veröffentlichen oder öffentlich zu erklären, dass sie innerhalb von 6 Monaten weder ein Angebot macht noch die für die Meldepflicht massgebende Beteiligungsschwelle überschreiten wird[918].

Der Zweck, dem ein öffentliches Angebot dient, ist für die Anwendung der Übernahmeregeln irrelevant. Die Regeln des Übernahmerechtes kommen daher auch dann zur Anwendung, wenn ein öffentliches Angebot nicht einen Kontrollwechsel bezweckt, sondern nur zu einer Umstrukturierung dient[919]. Bildet eine kotierte Gesellschaft eine Holdingstruktur, indem sie eine Gesellschaft gründet, die dann den Aktionären ein öffentliches Umtauschangebot[920]

---

913 Tschäni/Iffland/Diem, BSK N. 2 zu Art. 2 lit. e BEHG; vgl. zu den Abgrenzungsschwierigkeiten, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 6.

914 Die Ankündigung der Holderbank, an der Börse alle Aktien von Ciment Portland zu kaufen, die zu einem vernünftigen Preis angeboten würden, wurde von der Kommission für Regulierungsfragen, d.h. der Vorgängerin der UEK als öffentliches Übernahmeangebot qualifiziert: Entscheid der Kommission für Regulierungsfragen vom 12. Juni 1997; dazu Reutter, Kaufangebot, S. 1102; vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 16 zu Art. 22 BEHG.

915 Vgl. Empfehlung der UEK vom 18. März 2005 i.S. Forbo (E.2.4.2); vgl. Gerhard (2006), S. 217.

916 Vgl. Reutter, Kaufangebot, S. 1103; Reutter (2002), S. 52 f.; vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Dezember 2000 i.S. Axantis (E.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006, i.S. Saurer (E.1.4).

917 Vgl. zu den Abgrenzungsschwierigkeiten Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 6 f.; im Einzelnen dazu hinten, Ziff. E.2.

918 Dazu im Einzelnen Ziff. II.E.3.

919 Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 157; Iffland (1999), S. 145.

920 Vgl. Reutter (1999), S. 1103.

macht und so zur neuen Obergesellschaft des Konzerns wird, so untersteht diese Transaktion daher den Bestimmungen über öffentliche Angebote, obwohl sie nicht mit einem Kontrollwechsel verbunden ist[921]. Immerhin trägt die Übernahmekommission dem Umstand, dass eine Transaktion, die zur Umstrukturierung dient, kein typisches Übernahmeangebot ist, insofern Rechnung, als sie gewisse Ausnahmen von den Übernahmeregeln gewährt[922] und beispielsweise bei Tauschangeboten zur Holdingbildung keine Bewertung der neuen Aktien verlangt, die im Rahmen des Tausches angeboten werden[923].

Nicht als Angebot im Sinne des Börsengesetzes gelten Angebote zur Vornahme einer gesellschaftsrechtlichen Fusion, da die Annahme eines derartigen Fusionsangebotes nicht durch den einzelnen Aktionär erfolgt, sondern durch die Zielgesellschaft selbst, d.h. durch Abschluss eines Fusionsvertrages und einen Genehmigungsbeschluss der Generalversammlung[924]. Daher kommen die börsenrechtlichen Übernahmevorschriften auf derartige Transaktionen nicht zur Anwendung, obwohl eine Annexion einer Gesellschaft durch eine andere gegen Ausgabe von Aktien der übernehmenden Gesellschaft letztlich genau die gleichen wirtschaftlichen Auswirkungen hat wie ein öffentliches Übernahmeangebot mit Aktientausch[925]. Bei Fusionen kommen allerdings die Vorschriften des Fusionsgesetzes zur Anwendung, welche die Anleger heute mindestens in gleichwertiger Weise schützen wie die Bestimmungen des Börsengesetzes über öffentliche Übernahmeangebote[926]. Folglich ist vom Gesichtspunkt des Anlegerschutzes eine Ausdehnung der Regelung über öffentliche Angebote auf Fusionen nicht notwendig.

3.2 Öffentlichkeit des Angebotes

Weder das Börsengesetz selbst noch die dazugehörigen Verordnungen definieren den Begriff „öffentlich“. Nach der Praxis der Übernahmekommission gilt aber jedes Angebot zum Kauf von Aktien als öffentlich, das sich an eine derart grosse Anzahl von Personen richtet, dass es nicht mehr möglich ist, die Kaufverträge individuell auszuhandeln[927]. Dementsprechend ist nicht das Mittel der Verbreitung, sondern die Grösse des Adressatenkreises Kriterium für die

---

921 Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Juni 1998 i.S. Zürich Allied AG; Empfehlung der UEK vom 26. März 1999 i.S. ABB AG (E.1).

922 Tschäni (2003a), S. 339; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 159 f.

923 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 2003 i.S. Gétaz Romang; Empfehlung der UEK vom 12. Juni 1998 i.S. Zürich Allied (E.6); Empfehlung der UEK vom 17. September 2002 i.S. Rentenanstalt (E.4). Bei einem normalen Tauschangebot müssen die im Tausch angebotenen Effekten gemäss Art. 24 UEV von der Prüfstelle bewertet werden, wenn sie nicht an einer Hauptbörse kotiert sind oder wenn ihr Handel illiquid ist: dazu im Einzelnen Ziff. III.F.3.7.2 hinten.

924 Tschäni (2003a), S. 335; vgl. Empfehlung der UEK vom 31. August 2000 i.S. Banque des Règlements Internationaux; Iffland (2001), S. 194.

925 Von der Crone (2000b), S. 178; vgl. Iffland (2001), S. 194.

926 Die Anleger werden nach Art. 14 ff. FusG insbesondere durch die Pflicht der fusionierenden Gesellschaften, einen Fusionsbericht zu veröffentlichen, durch die Fusionsprüfung, die Vorschriften über qualifizierte Mehrheiten und die in Art. 105 ff. FusG vorgesehenen Klagemöglichkeiten geschützt.

927 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 5 zu Art. 2 lit. e BEHG; vgl. Reutter (1999), S. 1098 ff.; Frauenfelder (2001), S. 76 f.

Öffentlichkeit eines Angebotes[928]. Daher gilt nicht nur ein durch Inserate oder elektronische Medien verbreitetes Kaufangebot als öffentliches Übernahmeangebot, sondern auch ein briefliches Angebot, das sich an eine grosse Zahl von Aktionären der Zielgesellschaft richtet oder in der Generalversammlung der betreffenden Gesellschaft gemacht wird[929].

Äussert sich ein Aktionär nicht öffentlich über seine Kaufabsichten, sondern kauft in Einzeltransaktionen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft, so kann dies mangels öffentlicher Mitteilung nicht als öffentliches Angebot betrachtet werden. Der Erwerb von Aktien an der Börse oder ausserhalb der Börse im individuellen Blockhandel gilt daher nicht als öffentliches Angebot, solange die Kaufabsicht nicht einer grossen Anzahl von Personen angekündigt wird[930]. Dies gilt auch, wenn die entsprechenden Käufe planmässig erfolgen und der Erwerber eine grosse Anzahl von Aktien kauft[931]. Die Grenze zum öffentlichen Angebot wird, erst überschritten, wenn der Erwerber öffentlich mitteilt, dass er bereit ist, durch derartige Käufe, eine bestimmte Anzahl von Aktien oder sogar alle Aktien, die ihm angeboten werden, zu erwerben[932].

3.3 Beteiligungspapiere

Die Bestimmungen über öffentliche Angebote kommen nur zur Anwendung, wenn sich das Angebot auf Beteiligungspapiere bezieht[933]. Als Beteiligungspapiere gelten gemäss Art. 2 UEV Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine. Öffentliche Kauf- oder Tauschangebote für Fremdkapitaltitel, wie insbesondere Obligationen , fallen nicht unter die Bestimmungen des Börsengesetzes[934]; mangels spezifischer Regulierungen werden derartige Transaktionen allein vom Obligationenrecht erfasst[935]. Auch Angebote, die sich auf Wandel- oder Optionsanleihen bzw. auf Derivate beziehen, die von einer Gesellschaft ausgegeben wurden, unterstehen nicht den Regeln über öffentliche Angebote,

---

928 Gotschev (2005), S. 76; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 8; vgl. Groner (2003b), S. 265 ff.

929 Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.1): Im konkreten Fall wurde 80 Aktionären der Gesellschaft der Kauf der Aktien brieflich angeboten; Iffland (2001), S. 195; vgl. Entscheid der Kommission für Regulierungsfragen erwähnt in SZW 1990, S. 208; vgl. Reutter (2002), S. 53 f.

930 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006, i. S. Saurer (E.1.4). Bei einem derartigen Erwerb kommen allerdings die vorne dargestellten Regeln über die Meldepflicht beim Beteiligungserwerb zur Anwendung; ausserdem können derartige Käufe auch zur Anwendung der in Ziff. III.3 hinten dargestellten Regeln über Pflichtangebote führen, wenn der für ein Pflichtangebot massgebende Grenzwert überschritten wird.

931 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 10 zu Art. 2 lit. e BEHG; vgl. Küng/Huber/Kuster(1998), N. 17 zu Art. 22 BEHG; Tschäni (1994), S. 311.

932 Eine derartige Mitteilung würde eine öffentliche Aufforderung an die Aktionäre der Zielgesellschaft darstellen, ihre Aktien zu verkaufen und würde damit als öffentliches Angebot qualifiziert; vgl. Entscheid der Kommission für Regulierungsfragen vom 12. Juni 1997; dazu Reutter (1999), S. 1102.

933 Tschäni (2003a), S. 336; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 16.

934 Reutter (1999), S. 1094; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 16.

935 Der Verzicht auf die Regulierung öffentlicher Angebote für Schuldtitel ist m.E. sachlich gerechtfertigt, da mit der Übertragung von Fremdkapitaltiteln die Kontrolle über das Unternehmen nicht übergeht und sich damit nur vertragsrechtliche Fragen zwischen Käufer und Verkäufer der betreffenden Schuldtitel stellen.

da der Begriff des Beteiliungspapiers gemäss Art. 2 UEV derartige Finanzinstrumente nicht umfasst[936].

4. Erwerb eigener Beteiligungspapiere

Obwohl eine Gesellschaft, die eigene Beteiligungspapiere zurückkauft, mit dieser Transaktion völlig andere Ziele verfolgt[937] als ein Dritter, der Beteiligungspapiere einer Gesellschaft erwirbt, fallen Rückkaufangebote für eigene Beteiligungspapiere ebenfalls unter den Anwendungsbereich der börsengesetzlichen Regeln über öffentliche Angebote, da Art. 22 BEHG weder nach dem Zweck des Angebotes noch nach der Person des Anbieters differenziert, sondern jedes öffentliche Angebot erfasst[938]. Damit finden die Regeln über öffentliche Angebote immer dann Anwendung, wenn eine kotierte Gesellschaft den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere öffentlich ankündigt[939], unabhängig davon, in welcher Form das betreffende Angebot abgewickelt wird, d.h., öffentliche Rückkaufangebote mit Festpreisen werden ebenso erfasst wie Rückkäufe über eine zweite Handelslinie oder durch Put-Emissionen[940].

Die Übernahmeregeln kommen auch bei Umtauschangeboten zur Anwendung, bei denen eine Gesellschaft ihren Aktionären den Umtausch ihrer Beteiligungspapiere in Titel einer anderen Kategorie anbietet, da den einzelnen Aktionären ein Angebot gemacht wird, über das sie individuell entscheiden müssen[941]. Die Übernahmeregeln kommen aber dann nicht zur Anwendung, wenn kein Umtausch auf individueller Basis erfolgt, sondern durch Generalversammlungsbeschluss eine Aktienkategorie umgewandelt wird, da in diesem Fall kein individueller Entscheid des Aktionärs über Annahme bzw. Ablehnung eines Angebotes vorliegt, sondern ein kollektiver Entscheid der Aktionäre im

---

936 Bis 1.1.2009 fielen derartige Angebote unter die Regelung für öffentliche Angebote, da der Begriff des Beteiligungspapieres gemäss dem bis zu diesem Zeitpunkt geltenden Art. 2 UEV-UEK auch Derivate umfasste, welche von der Zielgesellschaft ausgegeben worden waren. Vgl. öffentliche Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2001 i.S. Sulzer betr. ein Angebot für Wandelanleihen sowie Empfehlung der UEK vom 23. November 2006 i.S. Actelion (E.1).

937 Lütolf/Kunz (2005), S. 280, zu den Motiven für den Rückkauf eigener Aktien; Romerio/Waller (2007), S. 2 f.; Gasser (1998), S. 664; Groner/Meier (2002), S. 279 f.

938 Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 26 zu Art. 22 BEHG; Wey/Huber (2001), S. 152 f.; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 152 ff.; Iffland (1999), S. 146 ff.

939 Verfügung der EBK vom 4. März 1998 betreffend Pharma Vision 2000; dieser Entscheid stellte eine Praxisänderung gegenüber der früheren Praxis der UEK dar, die in der Empfehlung der UEK vom 17. Dezember 1997 i.S. Schweizer Rück dargestellt wird; vgl. Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 16 ff. zu Art. 22 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 27 ff. zu Art. 22 BEHG; vgl. Reutter (1999), S. 1104; Bernet (1998), S. 113 ff.; kritisch dazu: Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 15. M.E. hat die UEK allerdings mit den in Mitteilung Nr. 1 vom 28. März 2000 definierten Ausnahmen das richtige Mass der Regulierung gefunden, weshalb keine Änderungen notwendig sind. Die Regeln über öffentliche Angebote kommen nicht zur Anwendung, wenn eine Gesellschaft ihre eigenen Aktien ohne öffentliche Ankündigung im Börsen- oder Blockhandel zurückkauft.

940 Empfehlung der UEK vom 31. Januar 2000, i.S. OZ Holding (E.1); Empfehlung der UEK vom 31. August 200, i.S. Schweizerhalle (E.1); zu den Formen von Rückkäufen im Einzelnen Ziff. III.I.2 hinten.

941 Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. Februar 2001 betreffend Pragmatica Holding AG; kritisch dazu: Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 16.

Rahmen der Generalversammlung[942]. In diesen Fällen muss daher die individuelle Entscheidungsfreiheit des Aktionärs über Annahme bzw. Ablehnung eines Angebotes nicht durch die Anwendung der Übernahmeregeln geschützt werden; der Schutz des Aktionärs basiert vielmehr auf dem Gesellschaftsrecht, das die richtige Information der Aktionäre vor ihrem kollektiven Entscheid sicherstellt[943].

Das Schutzbedürfnis der Aktionäre ist bei einem Rückkauf- bzw. Umtauschangebot, das durch die Gesellschaft selbst gemacht wird, allerdings geringer als bei einem Übernahmeangebot eines Dritten, der die Beherrschung einer Gesellschaft oder mindestens einen massgeblichen Einfluss anstrebt[944]. Die Übernahmekommission stellt daher gestützt auf Art. 4 Abs. 2 UEV Rückkaufangebote von verschiedenen Bestimmungen über öffentliche Angebote frei, weshalb diese im Regelfall ohne Publikation eines Prospektes auf der Basis eines einfachen Inserates durchgeführt werden[945].

5. Statutarischer Ausschluss der Regeln über Pflichtangebote

Eine Gesellschaft kann gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG vor oder nach der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere eine Bestimmung in ihre Statuten aufnehmen, wonach ein Anbieter nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot verpflichtet ist[946]. Mit einer derartigen Statutenbestimmung kann eine Gesellschaft die Anwendung eines wesentlichen Teils des Übernahmerechts auf sich selber bzw. ihre Aktionäre ausschliessen.

---

942 Z.B. Umwandlung von Inhaber- in Namenaktien oder von Partizipationsscheinen in Namenaktien; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), BSK, N. 4 zu Art. 2 lit. e BEHG.

943 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. April 2004, i.S. Compagnie Industrielle (E.1.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 7.

944 Wie hinten in Ziff. III.I.3 dargestellt, besteht aber auch bei Aktienrückkäufen ein Schutzbedürfnis der Anleger, da die Gefahr besteht, dass sie von der Gesellschaft ungleich behandelt werden, indem nur von bestimmten Aktionären Aktien zurückgekauft werden, die Gesellschaft ihren Informationsvorsprung gegenüber den Aktionären ausnutzt, um Aktien günstig zurückzuerwerben oder sogar ein Grossaktionär Rückkäufe bei den anderen Aktionären dazu verwenden kann, seinen relativen Anteil am Unternehmen auszudehnen und so die Kontrolle über das Unternehmen zu erringen. Wegen dieses Schutzbedürfnisses ist die Anregung von Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 15, Rückkäufe von Aktien nicht mehr den Übernahmeregeln zu unterstellen, sondern nur noch den Regeln über Marktmissbrauch m.E. nicht sachgerecht.

945 Vgl. im Einzelnen zu Rückkaufsangeboten bezüglich eigener Aktien Ziff. III.I hinten.

946 Vgl. hinten Ziff. III.J.9. Letztlich handelt es sich bei der Möglichkeit, die Regeln über die Pflichtangebote auszuschliessen, um einen politischen Kompromiss, der insbesondere auf die Bedürfnisse kotierter Familiengesellschaften Rücksicht nehmen wollte; zum politischen Hintergrund bzw. den wirtschaftlichen Motiven Pletscher, (1994), S. 170 und 174.

C. BEHÖRDEN UND VERFAHREN

1. Behörden

1.1 Übernahmekommission

Mit der Inkraftsetzung des Börsengesetzes wurde die Übernahmekommission geschaffen, der gemäss Art. 23 Abs. 3 und Art. 33a Abs. 1 BEHG die Aufgabe zukommt, die Einhaltung der Bestimmungen des Börsengesetzes über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall zu überwachen und durchzusetzen[947].

Die Übernahmekommission ist eine unabhängige eidgenössische Spezialbehörde, die als Fachbehörde allein im Übernahmebereich tätig ist[948]. Entsprechend der neutralen Ausrichtung der börsengesetzlichen Regeln, die Übernahmen weder verhindern noch fördern sollen, sieht sich die Übernahmekommission nach den Worten ihres ehemaligen Präsidenten, H.C. von der Crone, als „Schiedsrichterin" und nicht als „Mitspielerin" im Übernahmeprozess und fokussiert auf die korrekte Durchführung des Übernahmeverfahrens und nicht auf das Ergebnis, d.h., ob ein Angebot erfolgreich ist oder von der Zielgesellschaft vermieden werden kann[949]. Im Sinne dieser Zielsetzung muss die Übernahmekommission bei ihrer Tätigkeit eine neutrale Position zwischen Anbieter und Zielgesellschaft wahren und konzentriert sich dementsprechend in der Praxis auf die Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft und nicht auf die des Übernehmers oder der Zielgesellschaft bzw. deren Management und Verwaltungsrat[950].

1.1.1 Zusammensetzung

Die Mitglieder der Übernahmekommission sind nebenamtlich tätig[951]. Sie werden von der EBK gewählt, wobei sich die Übernahmekommission gemäss Art. 23 Abs. 1 BEHG aus sachverständigen Vertretern der Effektenhändler,

---

947 BGE 133 II 81; Senn (1997), S. 1077; Tschäni (2004a), S. 187 ff.; Lengnauer (2002), S. 20 f.; vgl. Hirsch (1997), S. 71 f., mit Hinweisen auf die Kommission für Regulierungsfragen, die Vorgängerin der Übernahmekommission.

948 Zur Unabhängigkeit insbesondere von der Crone (1997a), S. 57; Reutter (2002), S. 16.

949 Von der Crone (2005), S. 1 f.

950 In der Praxis kann diese Ausrichtung auf die Anlegerinteressen allerdings bei „freundlichen" Angeboten, bei denen Zielgesellschaft und Anbieter zusammenwirken, verlorengehen, da bei engem Zusammenwirken von Anbieter und Zielgesellschaft keine der Parteien die Interessen der Anleger mehr vertritt; vgl. dazu z.B. die hinten in Ziff. III.J.7.2 dargestellten Probleme bei „freundlichen" Angeboten, bei denen die UEK Tauschangebote zugelassen hat, die nicht mehr dem Ziel des Pflichtangebotes entsprechen.

951 Senn (1997), S. 1078; Bernet (1998), S. 126.

der kotierten Gesellschaften und der Anleger zusammensetzen muss[952]. Mit dieser Zusammensetzung wird zwar die Sachkundigkeit des Gremiums sichergestellt, gleichzeitig entstehen aber häufig auch offene oder versteckte Interessenkonflikte. Direkte Interessenkonflikte[953] werden zwar durch die richtige Auswahl der Ausschüsse für die konkreten Fälle und durch Ausstandsregeln[954] vermieden; problematisch bleibt allerdings, dass die Vertreter der einzelnen Interessengruppen jeweils die strukturellen Anliegen der betreffenden Gruppe verfolgen, was die Entscheide stark beeinflussen kann, auch wenn kein konkreter Interessenkonflikt besteht. Durch die ausgewogene Zusammensetzung der für die Behandlung der einzelnen Fälle bestellten Ausschüsse aus Vertretern der drei Interessengruppen ergibt sich aber im Ergebnis doch die beabsichtigte Neutralität. Die Praxis zeigt auch, dass die Übernahmekommission trotz der Vertretung der Effektenhändler und kotierten Gesellschaften keineswegs die Anlegerinteressen vernachlässigt, sondern viele ihrer Entscheide gerade auf dem Gedanken des Anlegerschutzes beruhen[955].

Um sicherzustellen, dass das Verhalten bzw. die Äusserungen einzelner Kommissionsmitglieder nicht die Integrität und Neutralität der Übernahmekommission gefährden, verbietet Art. 18 R-UEK den Kommissionsmitgliedern, über laufende und abgeschlossene Verfahren öffentlich Stellungnahmen abzugeben oder öffentlich abweichende Auffassungen zu grundsätzlichen Positionen der Übernahmekommission zu äussern. Dieses Verbot, abweichende Minderheitsmeinungen öffentlich zu vertreten, hilft der Übernahmekommission, gegen aussen ein einheitliches Bild zu wahren, verunmöglicht es aber Mitgliedern, die abweichende Meinungen haben, diese in die wissenschaftliche Diskussion zum Übernahmerecht einzubringen. Da die Freiheit der wissenschaftlichen Diskussion ein wesentliches Element zur Fortbildung des Rechts ist, sollte m.E. Art. 18 R-UEK insofern relativiert werden, als es den Mitgliedern möglich sein sollte, nach Abschluss eines Übernahmeverfahrens ihre Meinungen in zurückhaltender Form – wie insbesondere in wissenschaftlichen Publikationen – zu äussern. Eine derartige Äusserung würden die Integrität der Übernahmekommission nicht negativ beeinflussen, wäre zur Belebung der wissenschaftlichen Diskussion aber sehr wertvoll.

Um sicherzustellen, dass die Mitglieder der Übernahmekommission nicht durch ihre Tätigkeit im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten die Position der Übernahmekommission präjudizieren, verbietet ihnen Art. 18 Abs. 3 R-UEK eine Beratungstätigkeit im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten auszuüben oder Parteien vor der Übernahmekommission zu ver-

---

952 Hirsch (1997), S. 73; Werlen (2001), S. 148; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 76. Weitere Rahmenbedingungen für die Besetzung der UEK ergeben sich aus der Verordnung über ausserparlamentarische Kommissionen sowie Leitungsorgane und Vertretungen des Bundes, vgl. dazu Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 3 zu Art. 23 BEHG.

953 Ein derartiger direkter Interessenkonflikt entsteht beispielsweise, wenn ein Mitglied, das einer Bank nahesteht, einen Fall beurteilen würde, in dem die betreffende Bank als Beraterin tätig ist.

954 Bezüglich der Ausstandsgründe gilt Art. 10 VWVG; zur konkreten Handhabung der Ausstandsregeln vgl. BGE 130 II 530 (E.4.1.2).

955 Senn (1997), S. 1077.

treten[956]. Diese Einschränkung der Tätigkeit führt dazu, dass ein Mitglied der Übernahmekommission sein Spezialwissen nicht mehr professionell ausnützen kann. Obwohl es rechtsstaatlich unerwünscht wäre, wenn Kommissionsmitglieder gleichzeitig Anbieter und Zielgesellschaften in konkreten Fällen beraten und vor der Kommission vertreten, zeigt dies aber auch die Grenzen des Milizsystems auf, da auf diese Weise Personen aus der Kommission ausgeschlossen werden, die darauf angewiesen sind, ihr Spezialwissen im Übernahmerecht kommerziell auszunützen.

1.1.2 Der Präsident der Übernahmekommission

Die EBK bestimmt eines der Mitglieder der Übernahmekommission zum Präsidenten[957]. Dieser leitet die Kommission und entscheidet in dieser Funktion über die Eröffung von Verfahren. Er stellt auch die Ausschüsse zur Behandlung einzelner Verfahren zusammen und beaufsichtigt das Sekretariat[958].

Da er sich als einziges Mitglied mit allen Fällen der Übernahmekommission beschäftigt, hat der Präsident faktisch eine sehr starke Stellung in der Übernahmekommission und prägt die Praxis der Übernahmekommission in wesentlicher Weise[959]. Diese Position wird noch dadurch verstärkt, dass der Präsident gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. f und g R-UEK die Übernahmekommission nach Aussen und insbesondere auch gegenüber den Medien vertritt.

1.1.3 Ausschüsse

Die konkreten Fälle werden in Ausschüssen bearbeitet, wobei der Präsident der Übernahmekommission gemäss Art. 54 UEV für jedes Angebot einen Ausschuss bildet, der in der Regel aus drei Mitgliedern besteht[960]. Die Bildung derartiger Ausschüsse ermöglicht es, Interessenkonflikte zu vermeiden, die einzelne Mitglieder der Kommission in Bezug auf den konkreten Fall haben können, erlaubt aber auch eine sehr flexible und schnelle Arbeit, da bei der Bildung der Ausschüsse auf allfällige Abwesenheiten und die übrige Arbeitsbelastung der Mitglieder Rücksicht genommen werden kann.

1.1.4 Sekretariat

Die Übernahmekommission verfügt über ein Sekretariat, das einerseits die Übernahmekommission administrativ unterstützt und andererseits die für die Entscheidungen der Übernahmekommission notwendigen Abklärungen trifft

---

956 Die Einschränkung der Tätigkeit der Kommissionsmitglieder wurde mit der Revision der R-UEK per 1.1.2009 verschräft. Nach der alten, bis 31.12.2008 geltenden Fassung war es den Mitgliedern der Übernahmekommission immerhin erlaubt *"im Rahmen ihrer üblichen beruflichen Aktivitäten"* Parteien im Übernahmeverfahren zu beraten. Vgl. dazu Tschäni/Iffland/Diem (2007), N. 12 zu Art. 23 UEV-UEK; gleichzeitig mit der stärkeren Einschränkung wurden aber auch die Bezüge der Kommissionsmitglieder erhöht. Vgl. Art. 13 R-UEK.

957 Zur Position des Präsidenten im Allgemeinen, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 77.

958 Art. 4 Abs.1 R-UEK.

959 Werlen (2001), S. 148; in diesem Sinne hat sich die 1997 von Senn (1997), S. 1181 gemachte Voraussage bestätigt.

960 Vgl. Tschäni (2003a), S. 365; Hirsch (1997), S. 73; Bernet (1998), S. 127; von der Crone (2005), S. 13.

sowie Entscheide vorbereitet und redigiert[961]. Auch wenn den wissenschaftlichen Mitarbeitern des Sekretariates keine Entscheidungskompetenz zukommt[962], haben sie in der Praxis doch einen sehr starken Einfluss, da sie durch Vorbereitung und Ausformulierung der Empfehlungen die Entscheidungspraxis der Übernahmekommission in wesentlichen Bereichen beeinflussen.

1.1.5 Kompetenzen

Aufgabe der Übernahmekommission ist es, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote zu überwachen[963]. Zu diesem Zweck hat sie folgende Kompetenzen:

1.1.5.1 Beurteilung konkreter öffentlicher Angebote

Gemäss Art. 23 Abs. 3 BEHG beurteilt die Übernahmekommission, ob öffentliche Übernahmeangebote und Voranmeldungen den anwendbaren Bestimmungen entsprechen[964], wobei sie auch gesellschaftsrechtliche Vorfragen beurteilen kann, soweit dies für die richtige Anwendung des Übernahmerechts notwendig ist[965].

Um die Überprüfung von Übernahmeangeboten zu ermöglichen, müssen Anbieter gemäss Art. 17 Abs. 3 UEV öffentliche Angebote spätestens im Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung der Übernahmekommission vorlegen[966]. Gemäss Art. 59 UEV haben Anbieter allerdings auch die Möglichkeit, bereits den Entwurf einer Voranmeldung oder eines Angebotsprospektes der Übernahmekommission zur vorgängigen Prüfung vorzulegen. Im Gegensatz zu der bis 31.12.2008 geltenden Praxis, gemäss der die Übernahmekommission nur "freundliche" Angebote vor der Veröffentlichung zur Vorprüfung entgegennahm[967], prüft die Übernahmekommission gemäss Art. 59 UEV nun alle vor ihrer Veröffentlichung eingereichten Angebotsprospekte, unabhängig davon, ob es sich um "freundliche" oder "unfreundliche" Angebote handelt[968]. Die Übernahmekommission stellt das Gesuch des Anbieters und den Prospektsentwurfs im Rahmen dieses Verfahrens allerdings immer der Zielgesellschaft zur Stellungnahme zu, um deren rechtliches Gehör zu wahren, womit der Anbieter das Überraschungsmoment verliert.

---

961 Art. 55 UEV; Art. 6 R-UEK; von der Crone (2000b), S. 178; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 77.

962 Senn (1997), S. 1181.

963 BGE 133 II 81; BGE 129 II 188; Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium (E.50).

964 Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.1.1); Kistler (2001), S. 121 f.; Bernet (1998), S. 124.

965 BGE IIA. 394/2000.

966 Vgl. dazu Ziff. III.F.4.2.

967 Empfehlung der UEK vom 7. August 2000 i.S. Intersport; Empfehlung der UEK vom 13. November 2000 i.S. Axantis (E.1)

968 Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.1).

Die vorgängige Prüfung von Entwürfen entspricht einem sehr starken Bedürfnis der Beteiligten, da der Anbieter auf diese Weise vermeiden kann, dass er sein Angebot wegen Entscheidungen, welche die Übernahmekommission nach der Angebotspublikation fällt, noch ändern muss. Die vorgängige Prüfung gibt dem Anbieter aber auch die Möglichkeit, auf ein Angebot ganz zu verzichten, wenn die Entscheidung der Übernahmekommission zu grossen Belastungen für dien Anbieter führt. In der Praxis werden dementsprechend alle „freundlichen" Angebote der Übernahmekommission vorgängig zur Prüfung vorgelegt[969]. Der Wert der Vorprüfung eines Angebotes wird allerdings dadurch eingeschränkt, dass qualifizierte Aktionäre gemäss Art. 58 UEV gegen eine Verfügung der Übernahmekommission nachträglich eine Einsprache einreichen können, die allenfalls zur Aufhebung der betreffenden Verfügung führen kann[970]. Daher hat eine Verfügung über die Vorprüfung eines Angebotes erst dann rechtlich verbindlich, wenn die Einsprachefrist gemäss Art. 58 UEV ungenutzt abgelaufen ist oder aber die Einsprache rechtskräftig abgewiesen worden ist. Wenn ein Anbieter zur Durchführung seines Angebotes auf gewisse Elemente der Verfügung angewiesen ist, wie z.B. die Gewährung einzelner Ausnahmen von den Übernahmevorschriften, so empfiehlt es sich daher mit der Publikation einer Voranmeldung bzw. eines Angebotes bis zu diesem Zeitpunkt zuzuwarten[971].

1.1.5.2 Spontane Eingriffe vor der Ankündigung eines Angebotes

Die Übernahmekommission kann auch bereits vor der Publikation einer Voranmeldung oder eines Angebotsprospektes von sich aus bzw. auf Anzeige Dritter ein Verfahren eröffnen, wenn öffentlich bekannt wird, dass ein Übernahmeangebot stattfinden wird und begründeter Verdacht besteht, dass dabei die übernahmerechtlichen Grundsätze von Transparenz und Lauterkeit öffentlicher Kaufangebote oder die Gleichbehandlung der Anleger verletzt werden[972]. Damit ist es der Übernahmekommission insbesondere möglich, bei „schleichenden“ Übernahmeversuchen, bei denen kein Angebotsprospekt veröffentlicht wird, aber dennoch ein Angebot in öffentlicher Weise angekündigt wird, einzugreifen.

Überdies kann die Übernahmekommission aber auch spontan tätig werden, wenn sie Anzeichen dafür hat, dass ein Anbieter durch direkten und indirekten Erwerb bzw. in Zusammenarbeit mit einer Gruppe eine Anzahl Aktien erworben hat, welche den Grenzwert für ein Pflichtangebot übersteigt. In diesen

---

969 Bei "feindlichen" Angeboten muss der Anbieter daher letztlich Überraschungsmoment und Rechtssicherheit gegeneinander abwägen.

970 Vgl. dazu Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.1); dazu im Einzelnen Ziff. III.C.2.

971 Ein derartiges Vorgehen hat allerdings den Nachteil, dass der Mindestpreis, den der Anbieter bezahlen muss, ansteigt, wenn sich der Börsenkurs nach Publikation der Verfügung der UEK erhöht.

972 Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.1.2); Gerhard (2006), S. 221.

Fällen wird sie die Frage untersuchen und bei Bestätigung des Anfangsverdachtes, ein Verfahren im Sinne von Art. 61 UEV durchführen.

1.1.5.3 Auskünfte und Vorabentscheide

Gemäss Art. 55 Abs. 4 UEV, können Personen, die ein berechtigtes Interessen nachweisen und die erforderlichen Sachverhaltselemente offen legen, beim Sekretariat Auskünfte über Auslegung von übernahmerechtlichen Bestimmungen im Hinblick auf öffentliche Kaufangebote einholen. Die Einschränkung des Auskunftsrechtes auf Personen, die ein berechtigtes Interesse nachweisen, führt dazu, dass nur Personen, die im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeverfahrens Parteistellung haben, in dieser Weise Auskünfte einholen können. Primär können deshalb Anbieter und Zielgesellschaft, die im Hinblick auf ein konkret geplantes Angebot einzelne Fragen abklären wollen, das Sekretariat der Übernahmekommission um entsprechende Auskünfte bitten[973]. Aktionäre potentieller Zielgesellschaften dürften dagegen vor der Publikation einer Voranmeldung bzw. eines Angebotes kaum je ein schützenswertes Interesse an Auskünften des Sekretariats haben, da der Bezug zu einer konkreten Angebotssituation fehlt[974]. Die Auskünfte, welche das Sekretariat erteilt, binden gemäss Art. 55 Abs. 5 UEV die Übernahmekommission nicht[975]. Die Unverbindlichkeit von Auskünften ergibt sich letztlich zwingend aus dem Umstand, dass das Verfahren der Übernahmekommission dem VwVG untersteht und deshalb nur eine Verfügung der Übernahmekommission Rechtsfragen im Zusammenhang mit einem konkreten öffentlichen Angebot verbindlich regeln kann. Dies setzt aber die Durchführung des normalen Verfügungsverfahrens und insbesondere die Gewährung des rechtlichen Gehörs an die von der Verfügung betroffenen Personen voraus, was bei einer blossen Auskunft nicht möglich ist.

Will ein Anbieter eine Rechtsicherheit über seine Verpflichtungen im Rahmen eines Übernahmeverfahrens erlangen, so muss er letztlich den konkreten Entwurf seines Übernahmeprospektes und entsprechende Anträge auf allfällige Ausnahmen von den Übernahmeregeln der Übernahmekommission zur vorgängigen Prüfung im Sinne von Art. 59 UEV vorlegen[976]. Wie oben dargestellt erlangt er Rechtssicherheit, wenn die Übernahmekommission eine Verfügung erlassen hat und das Einspracheverfahren durchgeführt worden ist.

1.1.5.4 Erlass von Verordnungen

Neben ihrer Überwachungs- und Umsetzungsfunktion hat die Übernahmekommission gemäss Art. 28 Art. 29 Abs. 3 sowie Art. 30 Abs. 2 und Art. 31

---

973 In der Praxis handelt es sich dabei meistens um Fragen, ob gewisse Ausnahmen gewährt werden können. Vgl. zu Anfragen und Auskünften, Tschäni (2003a), S. 366; Köpfli (2000), S. 294.

974 Nach der Praxis der Übernahmekommission, erteilt diese keine Auskünfte über abstrakte Rechtsfragen. Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Juni 2000 i.S. Calida (E.4).

975 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 95.

976 Vgl. Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.1).

Abs. 5 BEHG die Kompetenz, in bestimmten Bereichen Verordnungen zu erlassen, wobei die von der Übernahmekommission erlassenen Regeln gemäss Art. 23 Abs. 2 BEHG vor ihrer Inkraftsetzung von der FINMA zu genehmigen sind[977]. Die Übernahmekommission hat auf dieser Basis die UEV erlassen, die das eigentliche Herzstück der schweizerischen Übernahmeregeln ist, sowie auch ein Reglement über die eigene Tätigkeit. Im Weiteren erlässt die Übernahmekommission in Abstimmung mit der FINMA auch Mitteilungen, in denen sie ihre Praxis darstellt bzw. generelle Ausnahmen erteilt[978].

1.1.5.5 Gewährung von Ausnahmen

Art. 4 UEV sieht vor, dass die Übernahmekommission Ausnahmen von einzelnen Bestimmungen der UEV gewähren kann[979], sofern der Antragsteller nachweist, dass überwiegende Interessen für die betreffende Ausnahme sprechen[980]. In der Praxis gewährt die Übernahmekommission aber nur Ausnahmen von übernahmerechtlichen Bestimmungen, wenn der Antragsteller nicht nur darlegen kann, dass die Gewährung einer Ausnahme sachlich sinnvoll ist, sondern zusätzlich auch belegt, dass durch die beantragte Ausnahme der vom Gesetz angestrebte Schutz der Anleger nicht gefährdet wird. Daher muss die Partei, die eine Ausnahme beantragt, nachweisen, dass die Anwendung der betreffenden Vorschrift zu einem unnötigen Aufwand führt und im konkreten Fall nicht im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft liegt[981].

-

Die Gewährung von Ausnahmen ist nicht auf Einzelfälle beschränkt; die Übernahmekommission kann auch Ausnahmen für ganze Fallgruppen erteilen, wenn sich bei einer Abwägung der Interessen ergibt, dass die Regeln der UEV für bestimmte Transaktionen nicht zu sinnvollen Ergebnissen führen. In diesem Sinne hat die Übernahmekommission mit ihrer Mitteilung Nr. 1 vom 28. März 2000 über Rückkäufe von Beteiligungspapieren z.B. weitgehende Ausnahmen für derartige Transaktionen gewährt, da die Anwendung der normalen Vorschriften über Übernahmeangebote bei Rückkaufangeboten im Normalfall als unverhältnismässig erscheint.

---

977 Hirsch (1997), S. 71; Tschäni/Iffland/Diem (2007), N. 13 zu Art. 23 BEHG.

978 Ein Beispiel für die Erteilung einer derartigen generellen Ausnahme ist die Mitteilung Nr. 1 der Übernahmekommission vom 28. März 2000 über Rückkäufe von Beteiligungspapieren, in dem sie bei derartigen Transaktionen relativ grosszügige Ausnahmen gewährt.

979 Kritisch zur gesetzlichen Grundlage für diese allgemeine Ausnahmekompetenz, Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 14 zu Art. 23 BEHG; m.E. lässt sich die gesetzliche Grundlage für Art. 4 UEV allerdings insoweit aus dem Börsengesetz ableiten, als diese Bestimmung gesetzeskonform dahingehend interpretiert wird, dass Ausnahmen immer nur dann zu gewähren sind, wenn die buchstabengetreue Anwendung der UEV zu einem Resultat führen würde, das nicht mit dem Gesetzeszweck zu vereinbaren ist.

980 Tschäni (2003a), S. 364; Bernet (1998), S. 137; vgl. zu den Interessenabwägungen, welche die Übernahmekommission bei einem Gesuch um eine Ausnahme vornimmt: Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006 i.S. Berna. Im konkreten Fall wurde als Resultat der Interessenabwägung allerdings keine Ausnahme gewährt.

981 Dazu im Einzelnen Ziff. III.I.4.

1.2 FINMA

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ist Aufsichtsbehörde im Anwendungsbereich des Börsengesetzes[982]. Die FINMA ist in dieser Funktion gemäss Art. 33c BEHG insbesondere Beschwerdeinstanz für die Anfechtung von Verfügungen der Übernahmekommission:

Auch die FINMA hat die Kompetenz, Verordnungen zu erlassen. Gemäss Art. 32 Abs. 6 BEHG erlässt sie Bestimmungen über Pflichtangebote; eine Kompetenz, welche die FINMA in Art. 28 ff. BEHV- FINMA umgesetzt hat[983].

2. Verfahren

2.1 Verfahren vor der Übernahmekommission

2.1.1 Verfügungen

Zur Regelung von Rechtsfragen im Zusammenhang mit konkreten Angeboten, erlässt die Übernahmekommission Verfügungen im Sinne von Art. 5 Abs. VwVG[984]. Die Übernahmekommission hat erst seit dem 1.1.2009 Verfügungskompetenz. Vor diesem Termin erliess sie nur Empfehlungen, die gegenüber den beteiligten Parteien nicht rechtlich verbindlich waren[985].

Der Umstand, dass die Übernahmekommission selbst Verfügungskompetenz hat, führt dazu, dass das VwVG und seine rechtstaatlichen Verfahrensgarantien auf das Verfahren vor der Übernahmekommission zur Anwendung kommen, was vor allem bei strittigen Verhältnissen[986] zu einem längeren Verfahren führen wird. Diese Verlängerung des Verfahrens behindert die Funktion des Marktes für Unternehmenskontrolle, da die Verlängerung des Verfahrens feindliche Übernahmen erschwert und damit die Position des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft stärkt. Trotz dieser negativen Auswirkung ist es aber richtig, dass die normalen verwaltungsrechtlichen Formen und Verfahren auch im Übernahmerecht zur Anwendung kommen, da gerade die hohen finanziellen Interessen der Beteiligten die Anwendung rechtsstaatlicher Verfahrensvorschriften notwendig machen.

---

982 Bis zur Inkraftsetzung des FINMAG per 1.1.2009, war die EBK Aufsichtsbehörde im Anwendungsbereich des Börsengesetzes.

983 Hirsch (1997), S. 74; Nobel (2004b), S. 504.

984 Verfügung 353/02 der UEK vom 27. Februar 2009 i.S. Zurich Financial Services (E.1.2); Nobel (2009), S. 60; Thévenoz (2009), S. 34; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 88.

985 Zur Empfehlung und ihrer Rechtsnatur im Allgemeinen: Nobel (1999), S. 158; Hirsch (1997), S. 75; Kistler (2001), S. 122; Bernet (1998), S. 124; zur Unverbindlichkeit: BGE 133 II 81 (E.4.1); Senn (1997), S. 1183; Reutter (2002), S. 16; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N.25 f. zu Art. 23 BEHG.

986 Feindliche Übernahmen, Auftreten von Konkurrenzanbietern, Intervention von qualifizierten Aktionären.

2.1.2 Verfahrensgrundsätze

Das Verfahren der Übernahmekommission richtet sich gemäss Art. 33b BEHG grundsätzlich nach dem VwVG[987], ist aber stark auf Beschleunigung ausgerichtet[988], da im Übernahmeverfahren schnelle Entscheide notwendig sind, mit denen noch im Rahmen der laufenden Übernahme für die Beteiligten Rechtssicherheit geschaffen werden kann[989]. In diesem Sinne werden die Vorschriften des VwVG in Art. 33b BEHG sowie Art. 63 UEV modifiziert. Diese Regeln, welche in ihrer Gesamtheit den Parteien weniger Verfahrensrechte gewähren als die vollumfängliche Anwendung des VwVG, tragen erheblich zur Verfahrensbeschleunigung bei, sodass ein vernünftiger Ausgleich zwischen dem Bedürfnis nach schneller Entscheidung und dem Erfordernis rechtsstaatlicher Garantien im Verwaltungsverfahren gefunden werden kann.

Im Einzelnen kommen auf das Verfahren der Übernahmekommission folgende Grundsätze und Regeln zur Anwendung:

- Offizial- und Untersuchungsmaxime

  Da die Übernahmekommission eine Überwachungsaufgabe im Bereich der öffentlichen Übernahmeangebote hat[990] und im Sinne des von Art. 1 BEHG statuierten Anlegerschutzes primär die Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft wahrnehmen muss, ist ihr Verfahren weitgehend durch die Offizial- sowie die Untersuchungsmaxime geprägt[991]. Daher muss die Übernahmekommission bei vermuteten Verletzungen übernahmerechtlicher Bestimmungen auch ohne Anträge der Zielgesellschaft oder Anzeige einzelner Aktionäre einschreiten und entsprechende Empfehlungen erlassen[992]. Die Anwendung der Offizialmaxime führt aber auch dazu, dass die Parteien nur einen beschränkten Einfluss auf das Verfahren haben; so kann die Übernahmekommission auch dann in einem konkreten Verfahren eine Verfügung erlassen, wenn die Zielgesellschaft aufgrund einer während des Übernahmeverfahrens getroffenen Einigung mit dem Anbieter die Eingabe zurückzieht, in der sie eine Regelverletzung durch den Anbieter geltend gemacht hat[993].

- Parteien

---

987 Nobel (2009), S. 60; Thévenoz (2009), S. 34; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 88;

988 Vgl. BGE 129 II 189 f.; Nobel (2003), S. 279; Senn (1997), S. 1183; Wey/Huber (2001), S. 147; Margiotta (2006), S. 119.

989 Bernet (1998), S. 134.

990 Art. 33a Abs. 1 BEHG; Tschäni/Iffland/Diem (2007), BSK, N 15 zu Art. 23 BEHG.

991 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium (E.58).

992 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.1.2); Gerhard (2006), S. 221.

993 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium (E.59).

Gemäss Art. 33b BEHG haben im Verfahren vor der Übernahmekommission nur der Anbieter, Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln[994] und die Zielgesellschaft selbst Parteistellung. Aktionäre können gemäss Art. 33b Abs. 3 BEHG nur dann Parteistellung erlangen, wenn sie mindestens 2%[995] der Stimmrechte[996] an der Zielgesellschaft halten und bei der Übernahmekommission ausdrücklich Parteistellung beanspruchen[997]. Die übrigen Aktionäre können dagegen nicht Partei im Übernahmeverfahren sein, obwohl sie natürlich – proportional zu ihrem Engagement – genau gleich betroffen sind, wie die grösseren Aktionäre. Der Begriff der Verfahrenspartei ist damit im Übernahmeverfahren wesentlich enger definiert als in Art. 6 VwVG, dessen direkte Anwendung dazu führen würde, dass sämtliche Aktionäre eigene Verfahrensrechte hätten[998]. Die Beschränkung der Parteistellung auf relativ wenige Personen ist aber für die Beschleunigung des Verfahrens zentral, da Eingaben einer grossen Anzahl von Aktionären zu einem wesentlich längeren Verfahren führen würde. Die Beschränkung der Parteistellung auf grosse Aktionäre dürfte in der Praxis nicht dazu führen, dass die Interessen der Aktionäre ungenügend beachtet werden. Einerseits ist davon auszugehen, dass die qualifizierten Aktionäre, die Parteistellung erlangen, die gleichen Interessen vertreten, wie die kleineren Aktionäre und so deren Interessen indirekt ebenfalls wahrnehmen[999]. Andererseits können Aktionäre, die weniger als 2% der Stimmrechte halten, aber auch jederzeit eine Anzeige im Sinne von Art. 62 UEV bei der Übernahmekommission machen. Damit erhalten sie zwar keine Parteistellung, können aber ihren Rechtsstandpunkt bzw. Sachverhaltselemente, die von der Übernahmekommission sonst nicht berücksichtigt werden, geltend machen. Diese Eingaben müssen von der Übernahmekommission im Sinne des Anlegerschutzes gewürdigt werden, wenn sie Gesichtspunkte vorbringen, die sonst nicht berücksichtigt worden wären.

---

994 Zu diesem Begriff Ziff.III.F.3.2.

995 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 89, kritisieren diesen Grenzwert und plädieren dafür, dass dieser bei 3% liegen sollte. Sie begründen dies damit, dass bei einem Grenzwert von 3% aufgrund der Meldepflicht derartiger Beteiligungen für den Anbieter von Anfang an ersichtlich wäre, welche Aktionäre eine Parteistellung haben können. M.E. liegt gerade bei grossen Gesellschaften der Grenzwert von 2% aber schon relativ hoch, da bei einer Börsenkapitalisierung von über CHF 1 Milliarde ein Investment von mehr als 20 Mio. notwendig ist, um diese 2% zu erreichen.

996 Dabei ist irrelevant, ob die betreffenden Stimmrechte ausübbar, oder ob sie aufgrund einer Vinkulierung oder mangels Eintragung im Aktienbuch (Dispoaktien) ruhen; auch Personen, die über verschiedene Gesellschaften indirekt Aktien halten, können m.E. Parteistellung erlangen, wenn ihr Bestand indirekt gehaltener Aktien 2% übersteigt. Diese Konsequenz ergibt sich daraus, dass dieser indirekte Bestand auch für die Meldepflicht und die Angebotspflicht massgebend ist. Gruppen können dagegen m.E. die Parteistellung nicht beanspruchen, da der Wortlaut von Art. 33 b Abs. 3 BEHG auf einzelne Aktionäre abstellt; vgl. dazu aber Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 90, welche die Parteistellung von Gruppen unter gewissen Umständen bejahen.

997 Verfügung 382/02 der UEK vom 11. März 2009 i.S. Ciba Holding AG (E.1.1); Nobel (2009), S. 60; Thévenoz (2009), S. 34 f.; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 88.

998 Vgl. Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 89.

999 Da der Anbieter aufgrund des Gleichbehandlungsgebotes (dazu im Einzelnen Ziff. III.D.4), bei seinem Angebot nicht zwischen kleinen und grossen Aktionären differenzieren darf, haben grosse und kleine Aktionären tatsächlich die gleichen Interessen.

Art. 57 UEV sieht vor, dass der Antrag eines qualifizierten Aktionärs um Erhalt der Parteistellung innert 5 Börsentage nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes bzw. der ersten Verfügung der Übernahmekommission zum Angebot oder – im Falle eines Verfahrens betreffend Angebotspflicht – innert 5 Tagen nach der Veröffentlichung des Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei der Übernahmekommission eingereicht werden muss[1000]. Der Aktionär, der in dieser Weise Parteistellung beansprucht, muss gemäss Art. 57 Abs. 2 UEV gleichzeitig mit dem Antrag den Nachweis erbringen, dass er tatsächlich 2% der Stimmrechte hält. Da seine Parteistellung wegfällt, sobald er diese Bedingung nicht mehr erfüllt, kann die Übernahmekommission von ihm auch verlangen, dass er jederzeit während des Verfahrens den Nachweis des fortgesetzten Besitzes erbringt. Aus dem Wortlaut von Art. 57 Abs. 1 UEV kann m.E. aber nicht gefolgert werden, dass Aktionäre, welche diese Fristen verpassen von einer Parteistellung im Übernahmeverfahren ausgeschlossen sind. Art. 33b Abs. 1 BEHG enthält nämlich keine dementsprechende zeitliche Einschränkung. M.E. können Aktionäre, die mehr als 2% der Stimmrechte halten, jederzeit während des Verfahrens durch einen entsprechenden Antrag Parteistellung beanspruchen. Tatsächlich besteht auch ein Bedürfnis nach einer derartigen, späteren Zuerkennung der Parteistellung, da sich durch den Eintritt von Konkurrenzanbietern oder durch Handlungen der Zielgesellschaft bzw. des Anbieters[1001] neue Verhältnisse ergeben können, welche einem Aktionär, der bisher nicht am Verfahren teilnahm, einen legitimen Anlass dazu geben können, nun doch Parteistellung zu beanspruchen[1002]. Das Versäumnis der Frist von Art. 57 Abs. 1 UEV, kann in diesem Sinne nur die Konsequenz haben, dass ein Aktionär bezüglich dem Angebotsprospekt bzw. bezüglich der veröffentlichten Verfügung betreffend Angebotspflicht keine Parteirechte mehr erlangen kann und dementsprechend in diesem Bereich keine Anträge mehr stellen kann. Überdies sind bei späteren Verfügungen der Übernahmekommission auch Einsprachen nicht mehr möglich; der betreffende Aktionär muss dementsprechend vor dem Erlass einer derartigen Verfügung bei der Übernahmekommission Parteistellung beanspruchen.

Hat ein qualifizierter Aktionär Parteistellung erlangt, so hat er alle Parteirechte, d.h. kann Akteneinsicht verlangen, kann Anträge auf Erlass von Verfügungen stellen und sich auch zu den Eingaben der anderen

---

1000 Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne (E.1); Thévenoz (2009), S. 35; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 90.

1001 Änderung des Angebotes durch den Anbieter oder neue Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft.

1002 A.M. Thévenoz (2009), S. 35, der in seinen Augen "opportunistische~~n~~ Aktionäre, wie insbesondere Hedge Funds", die nach der Veröffentlichung der ersten Verfügung Aktien erwerben, von der Beschwerdebefugnis ausschliessen will; diese Argumentation ist m.E. nicht sachgerecht und entspricht auch nicht der gesetzlichen Grundlage, da ein Aktionär, unabhängig vom Erwerbszeitpunkt, von späteren Verfügungen betroffen ist und deshalb ein legitimes Recht hat, am Verfahren teilzunehmen.

Parteien äussern. Problematisch an der Position der Aktionäre ist, dass diese von der Eröffnung des Verfahrens durch Einreichung eines Prospektentwurfes bzw. eines Antrages betreffend Befreiung von der Übernahmepflicht keine Kenntnis haben und daher ihre Rechte vor Erlass der entsprechenden Verfügung nicht geltend machen können. Art. 58 UEV sieht daher vor, dass ein Aktionär, der mehr als 2% der Aktien hält, gegen die erste zum Angebot erlassene Verfügung bzw. eine Verfügung betreffend Angebotspflicht innert 5 Tagen nach Publikation Einsprache erheben kann[1003]. Diese Einsprache führt zur Wiederholung des Verfahrens, d.h. die Übernahmekommission muss die Aktionäre, welche Einsprache erhoben haben, anhören und unter Berücksichtigung der von diesen Aktionären geltend gemachten Gesichtspunkte einen neuen Entscheid fällen[1004].

- Gleichbehandlung und rechtliches Gehör

  Gemäss Art. 30 ff. VwVG haben die Parteien Anspruch auf rechtliches Gehör und Gleichbehandlung[1005]. Die Übernahmekommission gibt daher den Parteien die Möglichkeit, zu den Sachverhaltselementen, welche bei den Parteien Pflichten auslösen oder zu einer Belastung der Parteien führen können, Stellung zu nehmen[1006]; sie stellt überdies allen Parteien sämtliche Eingaben der anderen Parteien zu und räumt ihnen die Möglichkeit zur Äusserung ein[1007].

- Akteneinsichtsrecht

  Die Parteien haben im Übernahmeverfahren neben dem Recht zur Stellungnahme gemäss Art. 26 ff. VwVG auch das Recht zur Einsicht in alle Akten, die geeignet sind, Grundlage für die spätere Entscheidung zu bilden[1008]. In der Praxis legt die Übernahmekommission deshalb den Parteien grundsätzlich sämtliche Dokumente, die von den jeweiligen Gegen-

---

1003 Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne (E.1).

1004 Ein Beispiel einer derartigen neuen Entscheidung nach einer Einsprache findet sich in der Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne (E.1), wo die UEK ausführt "La Commission met donc à néant sa décision 403/01 du 26 février 2009 et doit statuer à nouveau sur la conformité du prospectus à la Loi sur les bourses"; die UEK kam dann im Einspracheverfahren tatsächlich zu einem anderen Schluss als in der ursprünglichen Verfügung. Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 90.

1005 Vgl. zur Rechtslage bis 31.12.2008, bei der Gleichbehandlung und rechtliches Gehördurch den damals geltenden Art. 55 UEV-UEK gesichert war: Empfehlung der UEK vom 29. Dezember 2006 i.S. SIG (E.1.1); Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer; Empfehlung der UEK vom 12. Mai 2005 i.S. Unaxis (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E.1).

1006 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 (E.53 ff.); vgl. die Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E.1).

1007 Vgl. als Beispiel für dieses Vorgehen bei einer Situation mit Konkurrenzangeboten: Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung O). Zum Grundsatz der Gleichbehandlung der Parteien: von der Crone (2005), S. 12 f.

1008 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.11.2).

parteien eingereicht werden oder der Übernahmekommission selbst erhoben werden, offen[1009]. Das Akteneinsichtsrecht gilt allerdings nicht unbeschränkt; auf Antrag einer Partei kann die Übernahmekommission einzelne Dokumente vom Akteneinsichtsrecht ausschliessen, soweit sich im Rahmen einer Interessenabwägung zeigt, dass das Geheimhaltungsinteresse der betroffenen Partei höher einzustufen ist als das Offenlegungsinteresse der Gegenpartei[1010].

- Auskunfts- und Editionspflicht der Beteiligten

  Die Übernahmekommission hat gemäss Art. 33a Abs. 2 BEHG das Recht, von allen Parteien des Übernahmeverfahrens sowie auch von allen Personen, die Parteistellung haben können, d.h. von Aktionären , die mindestens 2% der Stimmrechte halten, alle Auskünfte und Unterlagen einzufordern, die einen Bezug zum Angebot haben bzw. für die Entscheide der Übernahmekommission relevant sind oder sein können[1011]. Die Übernahmekommission hat die Möglichkeit diese Herausgabe- und Auskunftspflicht mit administrativen Zwangsmitteln im Sinne des VwVG durchzusetzen[1012].

- Beschleunigungsgebot, Fristansetzungen und Form von Eingabe

  Das Verfahren vor der Übernahmekommission muss rasch zu einer Empfehlung führen, mit der die Rechtslage noch während des laufenden Übernahmeverfahrens geklärt wird[1013]. Aufgrund dieses Beschleunigungsgebotes setzt die Übernahmekommission den Parteien für die einzelnen Verfahrensschritte äusserst kurze Fristen an, die im Normalfall von 24 Stunden bis zu wenigen Tagen dauern und unter Vorbehalt ausserordentlicher Umstände auch nicht erstreckbar sind[1014]. Die Übernahmekommis-

---

1009 Zum Grundsatz und Umfang des Akteneinsichtsrechts: Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E.3.1.1.f.); Empfehlung der UEK vom 19. März 2001 i.S. Sulzer; Empfehlung der UEK vom 12. Mai 2005 i.S. Unaxis (E.3.2); Wey/Huber (2001), S. 147 f.

1010 Empfehlung der UEK vom 29. Dezember 2006 i.S. SIG (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.11.2 f.).

1011 BGE 129 II 188; 133 II 81; BGE 2A.25/2007 (E.4.1), wobei das Bundesgericht der UEK einen sehr weiten Ermessensspielraum zur Festlegung der erforderlichen Unterlagen einräumt, da sie den entsprechenden Entscheid der UEK als Teil ihres „technischen Ermessens" betrachtet, in das sie nur bei eigentlichen Ermessensfehlern eingreift; überdies stellt das Bundesgericht auch fest, dass die Auskunfts- und Mitwirkungspflicht der Betroffenen im Finanzmarkt generell weit auszulegen ist, da so die frühzeitige Erkennung von Gesetzesverletzungen ermöglicht wird, was im öffentlichen Interesse liegt. Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.1.1); ein Beispiel einer umfangreichen Erhebung von Unterlagen findet sich in der Empfehlung der UEK vom 27. Juni 2005 i.S. Unaxis (Sachverhaltsfeststellung J.); Reutter (2002), S. 16; Bernet (1998), S. 124.

1012 Vor dem 1.1.2009 hatte die Übernahmekommission diese Möglichkeit nicht und musste für Fragen des administrativen Zwangs immer an die EBK gelangen. Tschäni (2003a), S. 364.

1013 Vgl. Art. 63 Abs. 1 UEV; BGE 129 II 189; Empfehlung vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.12.2); Margiotta (2007), S. 260.

1014 Für die Berechnung der Fristen gilt Art. 8 BEHV-FINMA, soweit das Ende der Frist nicht von der Übernahmekommission nach Datum und Zeit direkt bestimmt wird; zur Kürze der Fristen, von der Crone (2005), S. 12.

sion führt das Verfahren dabei sehr straff und setzt entweder im Rahmen einer verfahrensleitenden Anordnung oder auch im Rahmen der ersten Empfehlung oft schon bei Beginn des Verfahrens einen Zeitplan für die im Rahmen des Verfahrens notwendigen Eingaben und Entscheide an[1015]. Entsprechend des Beschleunigungsgebotes im Übernahmeverfahren, gelten gemäss Art. 33b Abs. 4 BEHG in diesem Bereich die Bestimmungen des VwVG über den Stillstand von Fristen nicht[1016].

Im Sinne des Beschleunigungsgebotes werden Verfügungen der Übernahmekommission gemäss Art. 7 Abs. 2 BEHV-FINMA grundsätzlich per Telefax eröffnet. Für die Fristwahrung bei Eingaben ist gemäss Art. 7 Abs. 2 BEHV-FINMA der Eingang per Telefax oder Email entscheidend[1017]; damit wird der Zeitverlust vermieden, der bei normalen Verwaltungsverfahren allein schon durch den Postlauf entsteht.

Zur Beschleunigung trägt auch bei, dass das Verfahren gemäss Art. 63 Abs. 2 UEV grundsätzlichrein schriftlich durchgeführt wird[1018]. Die in Art. 63 Abs. 4 UEV vorgesehene Möglichkeit mündlicher Verhandlungen wird in der Praxis äusserst selten wahrgenommen[1019].

- Sprachen

  Die Übernahmekommission arbeitet gemäss Art. 66 Abs. 1 UEV in den drei Amtssprachen und in Englisch, wobei jede Partei im Verfahren eine dieser Sprachen verwenden kann[1020]. Dies ermöglicht es insbesondere Vertretern ausländischer Unternehmen, direkt englische Eingaben zu machen, was in der Praxis eine grosse Erleichterung darstellen kann, da dann auf entsprechende interne Übersetzungen der eigenen Eingaben verzichtet werden kann[1021]. Die Verfügungen ergehen dagegen immer in einer der Amtssprachen, normalerweise in der Amtssprache, die am Sitz der Zielgesellschaft gilt.

- Transparenz

1015 Vgl. für ein Beispiel eines derart straffen Zeitplanes die Empfehlung der UEK vom 15. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.8.3.3).

1016 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 90.

1017 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 90; in der Praxis setzt die Übernahmekommission die Fristen jeweils so, dass die betreffende Eingabe bis zum Ablauf der Frist in einer dieser Formen eintreffen muss.

1018 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 79.

1019 Zu mündlichen Verhandlungen bzw. Aussprachen zwischen den Parteien und der UEK kommt es nur in komplexen Fällen.

1020 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium (E.52); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 79.

1021 Tschäni (2003a), S. 365; von der Crone (2000b), S. 179.

In Art. 65 Abs. 1 UEV wird vorgesehen, dass die Übernahmekommission ihre Praxis publiziert[1022]. Die Übernahmekommission hat sich in diesem Bereich zu grösstmöglicher Transparenz entschlossen und publiziert seit Beginn ihrer Tätigkeit jede Verfügung, die sie erlässt, im vollständigen Wortlaut auf ihrer Homepage[1023]. Damit ist die Entwicklung der Praxis der Übernahmekommission für alle Beteiligten ersichtlich, was nicht nur zur Rechtssicherheit beiträgt, sondern auch zur Beschleunigung der Verfahren, da damit die „Spielregeln" allen Beteiligten von Anfang an bekannt sind. Soweit die Parteien ein Interesse an der Geheimhaltung des Sachverhaltes haben, welcher einer Empfehlung zugrunde liegt, so kann die Übernahmekommission auf entsprechendes Gesuch hin die Publikation bis zum Wegfall des Geheimhaltungsbedürfnisses aufschieben[1024] oder auf die Publikation der betreffenden Sachverhaltselemente gänzlich verzichten[1025].

Die Übernahmekommission führt ihre Verfahren gemäss den oben dargestellten Grundsätzen tatsächlich sehr schnell durch und erlässt auch ihre Verfügungen meist so zeitgerecht, dass Übernahmen durch das Verfahren der Übernahmekommission nicht verzögert werden[1026]. Diese hohe Verfahrensgeschwindigkeit entspricht nicht nur den Bedürfnissen von Anbietern und Zielgesellschaften, sondern vor allem auch dem Gebot des Anlegerschutzes, da die Aktionäre der Zielgesellschaft rasch über das weitere Vorgehen bezüglich der Übernahme orientiert sein müssen, damit sie entsprechend reagieren und insbesondere ihre Aktien am Markt verkaufen können, falls dies aufgrund der Entwicklung des Verfahrens angezeigt ist.

2.2 Rechtsmittelverfahren

Gegen Verfügungen der Übernahmekommission kann gemäss Art. 33c BEHG bei der FINMA Beschwerde erhoben werden[1027]. Die Legitimation zur Beschwerde richtet sich nach VwVG, so dass die Parteien des Übernahmeverfahrens eine Beschwerde einreichen können. Die Frist für eine derartige Beschwerde beläuft sich gemäss Art. 33c Abs. 1 BEHG allerdings nur auf 5 Börsentage, was den Erfordernissen den Beschleunigungsgebotes bei Übernahmen

---

1022 Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E.C.1.4); Bernet (1998), S. 124 f.

1023 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Tauschangebot (E.2.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E.C.1.4); Nobel (2004b), S. 939. Zusätzlich werden auf der Homepage auch noch diverse weiteren Unterlagen publiziert, die sich auf das Angebot beziehen (Prospekt, Fairness Opinion etc.).

1024 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.5).

1025 Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant.

1026 Bei komplexen Sachverhalten und feindlichen Übernahmen kann es allerdings dennoch zu Verzögerungen kommen; beim Übernahmeangebot von Scor für Converium, verschob die Übernahmekommission dreimal den Beginn der Angebotsfrist, da sie über komplexe Fragen im Zusammenhang mit dem Ausschluss amerikanischer Aktionäre vom Angebot entscheiden musste und in diesem Zusammenhang den Entscheid amerikanischer Gerichte abwarten wollte: Empfehlung der UEK vom 25. Mai 2007, i.S. Converium, Empfehlung der UEK vom 7. Mai 2007, i.S. Converium, Empfehlung der UEK vom 20. April 2007, i.S. Converium; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 2.

1027 Nobel (2009), S. 60; Thévenoz (2009), S. 34.

entspricht. Die Beschwerde an die FINMA hat gemäss Art. 55 Abs. 1 VwVG aufschiebende Wirkung, wobei die Übernahmekommission diese allerdings gemäss Art. 55 Abs. 2 VwVG entziehen kann[1028].

Die Verfügungen der FINMA können gemäss Art. 31 ff. VGG mittels Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden. Die Frist für diese Beschwerde beläuft sich gemäss Art. 33d Abs. 2 BEHG auf 10 Tage, wobei die Beschwerde keine aufschiebende Wirkung hat[1029]. Dies hat aufgrund der Geschwindigkeit des Übernahmeverfahrens zur Folge, dass die Entscheide der FINMA in den meisten Fällen durchgesetzt werden und die Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht wegen der vorherigen Beendigung des Übernahmeverfahrens gegenstandslos wird. Dies stellt eine schwere Einschränkung der Verfahrensrechte der Beteiligten dar, da auf diese Weise in der Praxis die gerichtliche Überprüfung von Verwaltungsakten, die für die Beteiligten starke finanzielle Auswirkungen haben, ausgeschlossen wird. Faktisch beschränken sich die Beschwerderechte damit auf eine einzige verwaltungsinterne Beschwerde, die innert 5 Börsentagen formuliert und begründet werden muss, was im Vergleich zu anderen Gebieten des Verwaltungsrechtes eine sehr starke Einschränkung darstellt.

Die Urteile des Bundesverwaltungsgerichtes sind endgültig, da Art. 83 lit. u BGG die Beschwerde an das Bundesgericht ausschliesst[1030]. Der Ausschluss der Beschwerde an das Bundesgericht dient zur Beschleunigung des Verfahrens. Rechtsstaatlich problematisch ist allerdings , dass dadurch ein wesentlicher Teil der Tätigkeit der FINMA der bundesgerichtlichen Rechtskontrolle entzogen wird. Diese Verkürzung des Rechtswegs stellt insbesondere in Anbetracht der hohen Beträge, die für die Parteien auf dem Spiel stehen, ein Problem dar; m.E. sollte de lege ferenda überlegt werden, ob nicht mindestens in Fragen der Angebotspflicht die Beschwerde an das Bundesgericht möglich sein sollte, da in diesem Bereich Rechtsfragen behandelt werden, die für die Beteiligten von existentieller Bedeutung sein können und eine Verzögerung um einige Monate kein Problem darstellt, da in diesen Fällen gerade kein Übernahmeverfahren läuft, sondern erst durch die rechtskräftige Verfügung der Übernahmekommission ausgelöst wird.

3. Die Rolle der Prüfstelle im Verfahren

Die Übernahmekommission hat nicht die personellen Ressourcen, um abzuklären, ob die Angaben der Anbieter in den Angebotsprospekten materiell korrekt sind. Um diese Überprüfung sicherzustellen, wird diese im Sinne eines „regulatorischen Outsourcings“ an eine Prüfstelle übertragen, die der An-

---

1028 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 91.

1029 Nobel (2009), S. 60; Thévenoz (2009), S. 34.

1030 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 91.

bieter selbst engagieren muss[1031]. Obwohl die Prüfstelle eine private Revisionsgesellschaft oder ein Effektenhändler ist und vom Anbieter auch auf der Basis eines privatrechtlichen Auftrages zugezogen wird, handelt die Prüfstelle bei ihrer Prüfungstätigkeit als verlängerter Arm der Übernahmekommission bzw. der FINMA und nimmt dabei öffentlichrechtliche Funktionen wahr[1032].

Die Überprüfungstätigkeit der Prüfstelle ist auf den Anbieter beschränkt, weshalb sie weder den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zum Angebot noch die übrigen Handlungen und Verlautbarungen der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem öffentlichen Übernahmeangebot prüfen muss[1033].

3.1 Die Bestimmung der Prüfstelle

Der Anbieter hat die Verpflichtung, vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes eine Prüfstelle für sein Angebot zu bestimmen; es empfiehlt sich dabei, die Prüfstelle möglichst frühzeitig zu bestimmen, da sie die Überprüfung des Angebotes vor dessen Veröffentlichung abschliessen muss[1034].

Die Pflicht, eine Prüfstelle einzusetzen, gilt für jedes öffentliche Angebot eines Drittanbieters, und zwar unabhängig davon, ob es sich um ein freiwilliges Angebot oder ein Pflichtangebot handelt, und auch unabhängig von der Zahl der Aktien, auf die sich das Angebot konkret bezieht[1035]. Dementsprechend gewährt die Übernahmekommission auch bei Angeboten, die sich nur noch auf eine minimale Anzahl von Aktien beziehen, keine Ausnahme von der Pflicht, eine Prüfstelle zu bestimmen[1036]. Die Übernahmekommission hat allerdings bei Angeboten für den Rückkauf eigener Aktien eine Ausnahme von diesem Grundsatz gemacht: Bei derartigen Angeboten muss die Gesellschaft, die ihre Aktien zurückkauft, keine Prüfstelle zuziehen, soweit die betreffende Transaktion von der Prospektpflicht ausgenommen ist[1037].

1031 Vgl. Senn (1997), S. 1182; Tschäni/Iffland (2002), S. 197; Lengnauer (2002), S. 21; Reutter (2002), S. 21; Peter/Chevallaz (1999), S. 1211.

1032 Lengnauer (2002), S. 22; Kistler (2001), S. 122; Wyss/Wunderle (2009), S. 134.

1033 Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 194 f.

1034 Normalerweise wird die Prüfstelle in der Praxis bereits in die Vorbereitung des Angebotes einbezogen, damit ihre Anliegen ohne Verzögerung des Angebotsverfahrens berücksichtigt werden können.

1035 Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.8.1).

1036 Vgl. Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding (E.1.4); Amrein (2005), Sicht der Prüfstelle, S. 50.

1037 Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.8.1); Empfehlung der UEK vom 31. März 2005 i.S. Clair Finanz (E.1.4.2); Lengnauer (2002), S. 22.

Gemäss Art. 25 BEHG muss es sich bei der Prüfstelle um einen Effektenhändler[1038] oder eine Revisionsgesellschaft handeln[1039], die gemäss Art. 26 FINMAGzur Prüfung nach den Finanzmarktgesetzen zugelassen ist[1040]. Obwohl der Anbieter zwischen einer Revisionsgesellschaft und einem Effektenhändler wählen kann, hat es sich in der Praxis eingebürgert, dass mehrheitlich Revisionsgesellschaften in dieser Funktion tätig werden, da die notwendigen Prüfungshandlungen eher in den Tätigkeitsbereich einer Revisionsgesellschaft als eines Effektenhändlers fallen[1041]. Grundsätzlich kann der Anbieter das Prüfstellenmandat auch auf mehrere Prüfstellen aufteilen[1042]. So kann es beispielsweise sinnvoll sein, Prüfungshandlungen, die im Ausland erfolgen müssen, wie insbesondere die Bewertung von im Tausch angebotenen Effekten, einer Revisionsgesellschaft oder einem Effektenhändler im betreffenden Land anzuvertrauen[1043], während eine schweizerische Revisionsgesellschaft die übrigen Funktionen der Prüfstelle wahrnimmt.

3.2 Die Unabhängigkeit der Prüfstelle

Obwohl die Prüfstelle vom Anbieter mandatiert und bezahlt wird[1044], muss sie im Rahmen der Transaktion eine neutrale Position einnehmen: Sie wahrt nicht die Interessen des Anbieters, sondern erfüllt eine öffentliche Aufgabe, da der Inhalt ihres Mandates primär durch die Bestimmungen des Börsengesetzes bzw. der entsprechenden Verordnungen normiert wird[1045] und sie den Aktionären der Zielgesellschaft sowie der Übernahmekommission direkt die Ergebnisse ihrer Prüfung mitteilen muss. Die Prüfstelle ist daher als „verlängerter Arm“ der Übernahmekommission zu betrachten, die selbst keine Sachverhaltsabklärungen vornimmt, sondern sich vollumfänglich auf die entsprechende Prüfung des Angebotes durch die Prüfstelle verlässt[1046]. Entsprechend ihren Aufgaben muss die Prüfstelle gemäss Art. 26 Abs. 2 FINMAG vom An-

---

1038 Schweizer Effektenhändler müssen über eine Bewilligung als Effektenhändler gemäss BEHG verfügen. Ausländische Effektenhändler werden als Prüfstelle zugelassen, wenn sie über eine Bewilligung einer ausländischen Behörde verfügen und die massgebenden ausländischen, aufsichtsrechtlichen Vorschriften mit den schweizerischen Vorschriften gleichwertig sind: Empfehlung der UEK vom 26. März 1999 i.S. Stratec; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 191.

1039 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 3 zu Art. 25 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 3 zu Art. 25 BEHG.

1040 Zu diesen Anforderungen: Lengnauer (2002), S. 23.

1041 Wyss (2006), S. 128, der feststellt, dass Übernahmeangebote praktisch ausnahmslos von den grossen vier Revisionsgesellschaften geprüft werden; Tschäni (2003a), S. 347; Tschäni/Iffland (2002), S. 197; Lengnauer (2002), S. 24; Amrein (2005), S. 51; vgl. allerdings Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E.3), wo eine Investment Bank als Prüfstelle agierte.

1042 Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 191.

1043 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 1999 i.S. Stratec; Empfehlung der UEK vom 16. Mai 2001 i.S. Mustermesse; Lengnauer (2002), S. 29.

1044 Lengnauer (2002), S. 22; vgl. zum Spannungsfeld zwischen der Position als Beauftragte des Anbieters und der gesetzlich vorgegebenen Aufgabe der Prüfstelle: Bernet (1998), S. 131; vgl. zu den entsprechenden Interessenkonflikten, Amrein (2005), S. 50.

1045 Amrein (2005), S. 53.

1046 Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.8.1); Empfehlung der UEK vom 31. März 2005 i.S. Clair Finanz (E.1.4.2); Lengnauer (2002), S. 22; vgl. zur ähnlichen Position der gesetzlichen Revisionsstellen der Banken im Rahmen der Bankenaufsicht: Nobel (2004b), S. 484 ff.

bieter der Zielgesellschaft und von Personen, die mit dem Anbieter bzw. der Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache handeln, unabhängig sein; sie muss in diesem Sinne fähig sein, frei und unbeeinflusst zu handeln und ihr Urteil unparteiisch und ausschliesslich aufgrund sachlicher Gesichtspunkte zu bilden[1047]. Daher darf es sich nicht um eine Gesellschaft handeln, die von einer der genannten Personen beherrscht wird oder diesen sonst nahesteht. Dieses Unabhängigkeitserfordernis verbietet es allerdings nicht, die Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft als Prüfstelle einzusetzen, da eine Revisionsstelle aufgrund der aktienrechtlichen Bestimmungen zur Unabhängigkeit verpflichtet ist[1048]. Unzulässig wäre es dagegen, wenn der vom Anbieter mit der Abwicklung des Angebotes beauftragte Effektenhändler oder eine Revisionsgesellschaft, welche den Anbieter bei der steuerlichen Strukturierung seines Angebotes berät, als Prüfstelle bestimmt wird, da diese in verschiedenen Bereichen die eigenen Handlungen prüfen würden[1049]. Aus dem gleichen Grund wäre es auch unzulässig, die Revisionsgesellschaft bzw. den Effektenhändler, der für die Zielgesellschaft eine Fairness Opinion erstellt, als Prüfstelle zu bestellen[1050].

3.3 Pflichten der Prüfungsstelle gegenüber der Übernahmekommission

Nach dem entsprechenden Konzept der Prüfstelle als Träger öffentlichrechtlicher Pflichten hat die Prüfstelle trotz ihrer privatrechtlichen Mandatierung verschiedene Pflichten gegenüber der Übernahmekommission, die sie unabhängig von ihrer auftragsrechtlichen Treuepflicht zu erfüllen hat. So muss die Prüfstelle der Übernahmekommission nach Beendigung der Übernahme gemäss Art. 28 Abs. 2 UEV einen abschliessenden Bericht über die Gesetzeskonformität des Angebotes und seiner Abwicklung vorlegen, in dem sie alle Rechtsverstösse des Anbieters offenlegen muss. Überdies muss die Prüfstelle gemäss Art. 29 Abs. 1 und 2 UEV der Übernahmekommission während des Übernahmeverfahrens spontan alle Informationen übermitteln, welche diese zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigt, und der Übernahmekommission auch sofort Meldung erstatten, wenn das Angebot bzw. das Verhalten des Anbieters die anwendbaren Bestimmungen verletzt[1051].

Die Übernahmekommission kann gemäss Art. 29 Abs. 3 UEV sogar in die Auftragserteilung durch den Anbieter eingreifen und die Prüfstelle mit zusätz-

---

1047 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.11.1); Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.8.1); Wyss (2006), S. 128; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 180; Wyss/Wunderle (2009), S. 134 f.

1048 Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. BigStar (E.5).

1049 Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia Burgess (E.8.4); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 5 zu Art. 25 BEHG.

1050 Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. BigStar (E.5); zu Problemen im Zusammenhang mit der Unabhängigkeit im Allgemeinen Lengnauer (2002), S. 25 ff.; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 192 f.

1051 Lengnauer (2002), S. 46; Amrein (2005), S. 54; Wyss (2006), S. 228.

lichen, vom Anbieter nicht in Auftrag gegebenen Abklärungen beauftragen, wenn sie dies als notwendig erachtet[1052].

Die Institution der Prüfstelle als Instrument der Übernahmekommission zur Prüfung von Prospekten hat sich bis heute sehr gut bewährt. Die mit den Aufgaben der Prüfstelle betrauten Revisionsgesellschaften sind ihren Pflichten zum Schutze der Anleger vollumfänglich nachgekommen, sodass bisher unrichtige Angaben in öffentlichen Angeboten fast immer vermieden werden konnten. Mit der Prüfung durch eine externe Prüfstelle kann vor allem auch sichergestellt werden, dass die für die Prüfung von Angeboten notwendigen Kapazitäten immer bereitstehen und effizient genutzt werden, was wohl nicht möglich wäre, wenn die Übernahmekommission selbst versuchen würde, entsprechende Prüfungskapazitäten aufzubauen[1053].

3.4 Prüfung des Angebotsprospektes

Gemäss Art. 27 UEV hat die Prüfstelle vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes zu überprüfen, ob Angebot und Prospekt den anwendbaren Gesetzesbestimmungen entsprechen[1054]. Dabei muss sie insbesondere folgende Punkte analysieren[1055]:

- Vollständigkeit und Wahrheit der Angaben im Angebotsprospekt

  Die Prüfstelle hat gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. a UEV zu prüfen, ob die Angaben im Angebotsprospekt vollständig und wahr sind[1056]. Bei der Vollständigkeitsprüfung muss die Prüfstelle überprüfen, ob der Prospekt tatsächlich alle in Verordnungen und Gesetz aufgeführten Punkte enthält, was in Anbetracht der klaren gesetzlichen Grundlagen meist wenig Probleme bereitet. Schwieriger gestaltet sich die Wahrheitsprüfung, bei der die Prüfstelle abklären muss, ob die im Prospekt aufgeführten Angaben materiell richtig sind. Zu diesem Zweck führt die Prüfstelle normalerweise eine Due Diligence durch, bei der sie

---

1052 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 6 zu Art. 25 BEHG. Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung I) die UEK hatte die Prüfstelle in diesem Fall beauftragt, die Finanzierung des Angebotes gesondert zu prüfen sowie den für Optionsrechte bezahlten Höchstpreis zu ermitteln; Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.6.6): Im konkreten Fall wurde die Prüfstelle damit beauftragt abzuklären, ob Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handelten, die Best-Price-Regel eingehalten hatten; Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.3.5.2): In diesem Fall erteilte die UEK der Prüfstelle den Auftrag, ein Derivat zu bewerten, das für die Anwendung der Best-Price- Regel wesentlich war. Lengnauer (2002), S. 47 f.; Amrein (2005), S. 55.

1053 Diese Kapazitäten wären wahrscheinlich in Zeiten, in denen keine Übernahmen erfolgen, unterbeschäftigt und in Perioden, bei denen gleichzeitig mehrere Transaktionen stattfinden, völlig überlastet.

1054 Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.3.3); von der Crone (2000b), S. 164; Tschäni/Iffland (2002), S. 197; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 179.

1055 Für eine Übersicht der Pflichten der Prüfstelle: Peter/Chevallaz (1999), S. 1212; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 6 ff. zu Art. 25 BEHG; Bernet (1998), S. 131; vgl. die Darstellung des zeitlichen Ablaufs der Tätigkeit der Prüfstelle bei Amrein (2005), S. 56.

1056 Lengnauer (2002), S. 30 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 179; Amrein (2005), S. 57 f.

sich vom Anbieter Dokumente und andere Beweismittel vorlegen lässt[1057], welche ihr erlauben, die Aussagen im Angebotsprospekt im Einzelnen zu verifizieren[1058]. Diese Prüfung ist aber auf die Angaben des Anbieters selbst beschränkt. Da die Zielgesellschaft nicht vom Prüfungsauftrag der Prüfstelle erfasst wird, muss die Prüfstelle den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft auch dann nicht prüfen, wenn dieser Teil als Teil des Angebotsprospektes publiziert wird[1059].

Bei der Erfüllung ihrer Prüfungsaufgaben ist die Prüfstelle immer auf die Kooperation des Anbieters angewiesen, der ihr die relevanten Informationen und Dokumente offenlegen muss[1060]. Stellt die Prüfstelle fest, dass sie nicht alle notwendigen Informationen erhält, so muss sie diesen Umstand der Übernahmekommission melden und gegebenenfalls das Mandat niederlegen, da sie ihre gesetzliche Aufgabe nicht erfüllen kann[1061].

- Gleichbehandlung

Die Prüfstelle muss im Rahmen der Untersuchung des Angebotes gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. b UEV prüfen, ob sämtliche Adressaten des Angebotes gleich behandelt werden[1062]. Wenn ein Angebot verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft erfasst, die als Stimmrechtsaktien bzw. Stamm- und Vorzugsaktien unterschiedliche Rechte aufweisen, so muss die Prüfstelle auch die relative Gleichbehandlung überprüfen, d.h. im Rahmen einer entsprechenden Bewertung analysieren, ob die Preise, die für die einzelnen Kategorien bezahlt werden, den speziellen Rechten der Kategorien angemessen sind[1063].

1057 Amrein (2005), S. 58, der auf Seite 59 f. auch die „kritischen" Prüfungspunkte anführt. In gewissen Bereichen ist die Prüfstelle dabei auch auf Bestätigungen bzw. Negativatteste des Anbieters angewiesen, wie insbesondere bei der Feststellung, welche Personen in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln. Auch bei den Angaben bezüglich der Absichten betreffend die Zielgesellschaft muss sich die Prüfstelle letztlich auf eine Bestätigung des Anbieters verlassen, da diese Angaben nicht anhand von Dokumenten überprüft werden können. In anderen Bereichen müssen umfangreiche Transaktionsbelege geprüft werden, wie insbesondere bei den Angaben über den Bestand und den Handel mit Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft und bei den Berechnungen im Zusammenhang mit den Mindestpreisvorschriften. Vgl. Lengnauer (2002), S. 34 ff.

1058 Zum Vorgehen Lengnauer (2002), S. 32 f. Zu einzelnen Punkten der Prüfung vgl. Wyss (2006), S. 328 f.

1059 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999, i.S. Danzas (E.4.2); Amrein (2005), S. 53.

1060 Amrein (2005), S. 70.

1061 Ein Beispiel einer derartigen Mandatsniederlegung wird in der Empfehlung der UEK vom 16. März 2007 i.S. GNI (E.6.2) erwähnt.

1062 Lengnauer (2002), S. 40 ff.; Amrein (2005), S. 61; Wyss (2006), S. 229 f.; vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.3.3), wo die Bestätigung der Prüfstelle betreffend Gleichbehandlung ausdrücklich erwähnt wird.

1063 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Dezember 2006 i.S. Mövenpick (E.4.2); Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2001 i.S. Société Montreux-Palace (E.3); Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding (E.3); Lengnauer (2002), S. 37.

- Finanzierung des Angebotes

  Gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. c UEV muss die Prüfstelle auch abklären, ob die Finanzierung des Angebotes gesichert ist[1064]. Dabei muss sie primär analysieren, ob der Anbieter genügend Liquidität hat, um den Teil des Übernahmeangebotes, den er mit eigenen Mitteln finanzieren will, abzudecken. Soweit das Angebot mit Fremdkapital finanziert wird, muss die Prüfstelle die Finanzierungszusagen der betreffenden Banken prüfen und insbesondere feststellen, ob diese Zusagen unbedingt gelten bzw. den gleichen Bedingungen unterstellt sind wie das Angebot selbst und sich ihre Laufzeit auch bis zum spätestmöglichen Zeitpunkt der Abwicklung des Angebotes erstreckt[1065].

- Zurverfügungstellung von Tauscheffekten

  Gemäss Art. 27 Abs. 1 lit.d UEV muss die Prüfstelle bei einem Tauschangebot insbesondere überprüfen, ob die zum Tausch angebotenen Effekten auch tatsächlich zur Verfügung stehen. Soweit diese Effekten im Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospektes noch nicht existieren, sondern erst im Hinblick auf das Umtauschangebot geschaffen werden, hat die Prüfstelle dagegen zu überprüfen, ob der Anbieter alle erforderlichen Massnahmen getroffen hat, damit diese Titel am Vollzugstermin tatsächlich zur Verfügung stehen, sodass die Prüfstelle in Prospekten eine entsprechende Bestätigung gemäss Art. 20 Abs. 2 UEV abgeben kann[1066]. Werden in einem Tauschangebot z.B. Aktien angeboten, die in einer Kapitalerhöhung neu geschaffen werden müssen, so muss die Prüfstelle prüfen, ob der Verwaltungsrat die Generalversammlung einberufen und ihr die entsprechenden Anträge gestellt hat. In derartigen Situationen muss die Prüfstelle selbstverständlich auch feststellen, ob die Bedingungen, unter denen das Tauschangebot steht, tatsächlich mit den Schritten übereinstimmen, die für die Schaffung der entsprechenden Titel notwendig sind[1067].

- Bewertungen von Leistungen

  Bei der Überprüfung des Prospektes muss die Prüfstelle in verschiedenen Bereichen Bewertungen vornehmen. So muss sie insbesondere gemäss Art. 44 Abs. 2 BEHV-FINMA[1068] bei Tauschangeboten die zum

---

1064 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.8.1); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 179; Wyss/Wunderle (2009), S. 135 f.

1065 Schott (2008), S. 527ff.; zu den Prüfungspunkten im Einzelnen, Amrein (2005), S. 62 ff. sowie Wyss (2006), S. 229; Wyss/Wunderle (2009), S. 135 f.; Lengnauer (2002), S. 39 f.; vgl. Bernet (1998), S. 132.

1066 Schott (2008), S. 532 ff.;

1067 Zu den entsprechenden Bedingungen vgl. Ziff. III.D.6.1.2.7 hinten.

1068 Vgl. auch Art. 24 Abs. 6 BEHV-FINMA.

Tausch angebotenen Effekten bewerten, wenn für diese kein liquider Markt besteht[1069], bzw. eine Bewertung der Aktien der Zielgesellschaft vornehmen, um den für Pflichtangebote massgebenden Preis zu berechnen, wenn der Markt für die Aktien der Zielgesellschaft illiquid ist[1070]. Überdies muss die Prüfstelle auch das Entgelt bewerten, das der Anbieter vor der Veröffentlichung des Angebotes Dritten für die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft geleistet hat, wenn er diese durch den Tausch mit anderen Effekten bzw. Aktiven erworben oder noch zusätzliche Leistungen des Verkäufers erhalten hat[1071]. Da die Bestimmungen, die derartige Bewertungen vorsehen, keine Bewertungsmassstäbe bzw. -methoden vorschreiben, liegt die Auswahl der Bewertungsmethode im pflichtgemässen Ermessen der Prüfstelle, die in diesen Fällen auf allgemein anerkannte Verfahren zurückgreifen muss, wie z.B. Market-Multiples-Methoden oder die DCF-Methode[1072].

- Gesetzlicher Mindestpreis

  Sofern bei einem Angebot die Mindestpreisvorschriften über Pflichtangebote zur Anwendung kommen[1073], gehört es zu den Aufgaben der Prüfstelle, die Berechnung des Mindestpreises zu überprüfen[1074]. Dies bedingt insbesondere, dass der Anbieter und die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, alle Transaktionen offenlegen, die sie in den letzten zwölf Monaten vor Veröffentlichung des Angebotes bezüglich der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft getätigt haben[1075].

Die Prüfstelle erstellt über die Ergebnisse ihrer Prüfung des Angebotes einen kurzen Bericht, der gemäss Art. 27 Abs. 2 UEV im Angebotsprospekt zu veröffentlichen ist[1076].

3.5 Prüfungshandlungen nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes

Die Aufgaben der Prüfstelle sind mit der Veröffentlichung des Angebotsprospektes nicht beendet[1077]. Gemäss Art. 28 UEV muss die Prüfstelle auch nach

---

1069 Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. September 2006 i.S. Acorn (E.2); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 8 zu Art. 25 BEHG.

1070 Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA; Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (E.6.3); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 8 zu Art. 25 BEHG.

1071 Art. 41 BEHV-FINMA; vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E.4.2.1.2). Zu diesen Bewertungen, die sich aus Art. 40 ff. BEHV-FINMA ergeben, im Einzelnen Lengnauer (2002), S. 36 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 182 f.

1072 Gantenbein/Gehrig (2007), S. 602 ff.

1073 Dazu Ziff. III.D.2.1.2 hinten.

1074 Vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.8); Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.3.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 182.

1075 Lengnauer (2002), S. 35 ff.

1076 Bernet (1998), S. 131. Ein Beispiel eines derartigen Berichtes findet sich bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 180 f.

der Veröffentlichung des Prospektes einzelne, für den Schutz der Anleger wesentliche Aspekte der Transaktion prüfen, um sicherzustellen, dass die gesetzlichen Bestimmungen eingehalten werden[1078]. Im Einzelnen muss sie dabei folgende Punkte prüfen:

- Meldepflichtige Transaktionen des Anbieters

  Gemäss Art. 38 UEV müssen der Anbieter und die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln[1079], der Übernahmekommission sowie der für die Zielgesellschaft zuständigen Offenlegungsstelle nach der Publikation des Angebotes jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft sowie der Gesellschaft, deren Effekten in einem Tauschangebot offeriert werdenmelden[1080]. Diese Meldungen bzw. die einzelnen gemeldeten Transaktionen müssen gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. a UEV von der Prüfstelle geprüft werden, was bedingt, dass die Prüfstelle jeweils die einzelnen Transaktionsbelege mindestens stichprobenweise prüft und auch eine Systemprüfung bezüglich der Meldeprozesse des Anbieters vornimmt[1081]. Die Meldepflicht gemäss Art. 38 f. UEV erfasst zusätzlich aber auch die übrigen Verfahrensparteien des Übernahmeverfahrens[1082], sowie auch Aktionäre, die mindestens 3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft oder der Gesellschaft, deren Effekten zum Tausch angeboten werden, halten. Trotz der sehr breiten Formulierung von Art. 28 Abs. 1 lit. a UEV müssen diese Meldungen von der Prüfstelle nicht geprüft werden, da sich die Prüfungshandlungen der Prüfstelle allein auf das Verhalten des Anbieters und der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, beschränkt.

- Ergebnis des Angebotes

  Gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. b UEV muss die Prüfstelle Zwischen- und Endergebnisse des Angebotes vor deren Veröffentlichung prüfen[1083]. Dementsprechend hat die Prüfstelle zu prüfen, ob die Bedingungen des Angebotes erfüllt worden sind bzw. der Anbieter auf diese Bedingungen verzichtet hat und für wie viele Aktien der Zielgesellschaft das Angebot tatsächlich angenommen worden ist. Diese Prüfung erfordert eine enge Zusammenarbeit mit der Abwicklungsbank des Anbieters, die der Prüfstelle den Eingang von Annahmeerklärungen zeitnah zu bestätigen hat.

1077 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 12 zu Art. 25 BEHG.

1078 Zu den Mitteln, welche die Prüfstelle zur Abklärung dieser Fragen hat: Lengnauer (2002), S. 42, der auf systemorientierte Kontrolle der Abläufe und auf Interviews beim Anbieter und der abwickelnden Bank sowie Stichprobenkontrollen der Belege bei der abwickelnden Bank und auch auf schriftliche Bestätigungen der Beteiligten abstellt.

1079 Zum Begriff der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln Ziff. III.3.2 hinten.

1080 Vgl. dazu Ziff. III.G.2 hinten.

1081 Lengnauer (2002), S. 43 f.

1082 Zielgesellschaft und qualifizierte Aktionäre, welche die Parteistellung beansprucht haben.

1083 Lengnauer (2002), S. 44; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 12 zu Art. 25 BEHG.

- Ordnungsgemässe Abwicklung des Angebotes

  Die Prüfstelle hat gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. c UEV auch zu prüfen, ob das zustande gekommene Angebot ordnungsgemäss abgewickelt wurde, d.h., ob den Aktionären der Zielgesellschaft insbesondere der vereinbarte Preis tatsächlich bezahlt worden ist bzw. ob bei einem Tauschangebot die zum Tausch angebotenen Titel ausgeliefert worden sind[1084]. Zu diesem Zweck muss sich die Prüfstelle die Abwicklung der Transaktion durch die Abwicklungsbank dokumentieren lassen.

- Einhaltung der Best Price Rule

  Gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV muss die Prüfstelle auch die Einhaltung der Best Price Rule während der Angebotsfrist prüfen[1085], wobei in diesem Zusammenhang nicht nur das Verhalten des Anbieters selbst zu beurteilen ist, sondern auch das Verhalten der Personen, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln[1086]. Für diese Prüfung muss sich die Prüfstelle allerdings primär auf Bestätigungen des Anbieters sowie der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, verlassen und kann nur beschränkte zusätzliche Prüfungen vornehmen, indem sie z.B. Bestätigungen von den Banken einholt, die für die betreffenden Anbieter handeln.

- Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften

  Gemäss Art. 28 Abs. 1 UEV muss die Prüfstelle ganz allgemein prüfen, ob die gesetzlichen Bestimmungen während der gesamten Dauer des Angebotes eingehalten worden sind[1087]. So muss sie z.B. auch überprüfen, ob der Anbieter allenfalls dazu beigetragen hat, dass bestimmte Bedingungen nicht erfüllt worden sind, falls ein Angebot wegen diesen Bedingungen nicht zustande gekommen ist.

Am Ende des Verfahrens muss die Prüfstelle der Übernahmekommission gemäss Art. 28 Abs. 2 UEV einen abschliessenden Bericht zu den vorne erwähnten Punkten vorlegen und dabei der Übernahmekommission auch darlegen, auf welchen Grundlagen ihre Prüfungsergebnisse beruhen[1088]. Aufgrund eines derartigen Berichtes kann die Übernahmekommission gegebenenfalls weitere Informationen oder Untersuchungen verlangen bzw. selbst ein Verfahren zur Untersuchung möglicher Rechtsverletzungen einleiten.

1084 Lengnauer (2002), S. 44.

1085 Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.4); vgl. zu einer derartigen Prüfung Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2007 i.S. Converium (E.1); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 12 zu Art. 25 BEHG; vgl. zu den Schwierigkeiten einer Prüfung in diesem Bereich Lengnauer (2002), S. 41.

1086 Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.6.2).

1087 Lengnauer (2002), S. 45.

1088 Lengnauer (2002), S. 45; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 12 zu Art. 25 BEHG.

D. AUSGESTALTUNG DES ÖFFENTLICHEN ANGEBOTES

1. Objekt und Umfang des Angebotes

Objekt eines öffentlichen Angebotes sind Beteiligungspapiere einer kotierten Gesellschaft. Unter Vorbehalt der nachstehend dargestellten Einschränkung steht es dem Anbieter frei, die Beteiligungspapiere zu bestimmen, die er mit seinem Angebot erwerben will:

1.1 Voll- und Teilangebote

1.1.1 Die Möglichkeit von Teilangeboten

Die meisten öffentlichen Angebote beziehen sich auf alle kotierten Beteiligungsrechte der Zielgesellschaft. Grundsätzlich kann der Anbieter sein Angebot aber auch auf eine bestimmte Anzahl von Beteiligungspapieren beschränken und in diesem Sinne ein Teilangebot machen[1089]. Nehmen die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot in einem derartigen Fall für eine höhere Anzahl Aktien an, so muss der Anbieter diese Annahmeerklärungen gemäss Art. 9 Abs. 5 UEV allerdings anteilsmässig berücksichtigen[1090]: Eine Berücksichtigung der Annahmeerklärungen aufgrund des Zeitpunktes, in dem die betreffenden Aktionäre das Angebot annehmen („first come – first serve"), ist dagegen unzulässig, da dies die Aktionäre der Zielgesellschaft einem starken zeitlichen Druck aussetzen würde und sie so allenfalls zu unüberlegtem Handeln verleiten könnte[1091].

1.1.2 Der Zwang zu einem Angebot für alle Beteiligungspapiere

Bezieht sich das Angebot auf eine Anzahl von Aktien, deren Erwerb gemäss Art. 32 BEHG die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes auslöst[1092], so darf sich das Angebot nicht bloss auf einen Teil der Aktien beschränken, sondern muss sich auf sämtliche kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft beziehen[1093]. Wenn die vollständige Annahme des Teilangebotes zusammen mit dem bisherigen Bestand des Anbieters dazu führen würde, dass dieser den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte erreicht bzw überschreitet, so ist das betreffende Teilangebot daher unzulässig; der Anbieter ist gezwungen, ein Angebot für sämtliche Aktien der Zielgesellschaft zu machen. Sollte die Zielgesellschaft die Grenze für die Auslösung eines Pflichtangebotes in ihren Statuten im Sinne eines „Opting-up" erhöht haben, so sind Teilangebote insoweit möglich, als

---

1089 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 4 zu Art. 22 BEHG; Tschäni (2003a), S. 336; von der Crone (2000b), S. 172; Reutter (2002), S. 4 f.

1090 Tschäni (2003a), S. 416; Bernet (1998), S. 177 ff.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 99.

1091 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 18 zu Art. 24 BEHG; Reutter (2002), S. 5.

1092 Vgl. dazu Ziff. III.J.2 hinten.

1093 Art. 9 Abs. 6 UEV; Empfehlung der UEK vom 8. August 2005 i.S. Swiss Small Cap (E.2.1); Tschäni (2003a), S. 416; von der Crone (2000b), S. 172; Tschäni/Iffland (2002), S. 132; Gruber (1996), S. 65.

der Anbieter bei vollständiger Annahme des Teilangebotes zusammen mit seinem bisherigen Bestand den in den Statuten festgelegten höheren Prozentsatz unterschreitet[1094].

Wenn eine Zielgesellschaft in ihren Statuten die Anwendung der Bestimmungen über Pflichtangebote im Sinne des „Opting-out" ausgeschlossen hat[1095]; kann der Anbieter ein Angebot für einen beliebigen Anteil der ausstehenden Aktien machen und dieses z.B. auf die Anzahl Aktien beschränken, die er benötigt, um die Mehrheit an der Zielgesellschaft zu erreichen.

1.2 Angebote für einzelne Kategorien von Beteiligungspapieren

1.2.1 Pflicht zum Einbezug aller kotierten Kategorien von Beteiligungspapieren

Sofern bei einer Zielgesellschaft verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren kotiert sind, muss sich das Angebot gemäss Art. 9 Abs. 2 UEV auf alle kotierten Kategorien beziehen[1096], d.h., es ist einem Anbieter nicht möglich, das Angebot nur auf eine für ihn besonders interessante Kategorie von Aktien, wie z.B. Stimmrechtsaktien, zu beschränken.

Ein Übernahmeangebot muss sich jedoch nicht auf Beteiligungspapiere erstrecken, die nicht kotiert sind[1097]. Werden beispielsweise nur die Partizipationsscheine einer Aktiengesellschaft an der Börse gehandelt und sind die Namenaktien nicht kotiert worden, so kann sich das Angebot auf die kotierten Partizipationsscheine beschränken[1098].

1.2.2 Ausschluss von Optionen und Wandelrechten

Art. 9 Abs.4 UEV erlaubt dem Anbieter ausdrücklich, die von der Zielgesellschaft ausgegebenen Options- sowie Wandelrechte vom Angebot auszunehmen[1099]. Damit ist es insbesondere möglich, die Mitarbeiteroptionen der Zielgesellschaft von einem öffentlichen Angebot auszuschliessen und nach der Übernahme das Optionsprogramm weiterzuführen, um den langfristigen Incentive für die Mitarbeiter sicherzustellen[1100]. Auch Wandel- und Optionsanleihen sowie von der Gesellschaft ausgegebene Aktionärsoptionen können von einem öffentlichen Angebot ausgenommen werden. Soweit Optionen und

---

1094 Maximal 49%, dazu Ziff. III.J.10 hinten.

1095 Dazu Ziff. III.J.9 hinten.

1096 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 11 zu Art. 24 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 19 zu Art. 24 BEHG; Tschäni/Iffland (2002), S. 132.

1097 Tschäni (2003a), S. 348 f.

1098 Diese Situation existiert z.B. bei LOEB.

1099 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 12 zu Art. 24 BEHG; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 100; Empfehlung der UEK vom 26. April 1999, i.S. Banca del Gottardo (E.3); Empfehlung der UEK vom 13. April 2000, i.S. Orior (E.1).

1100 In der Praxis ist es dazu allerdings meist notwendig, das Programm insofern umzustellen, als sich die Optionen nicht mehr auf die Aktien der Zielgesellschaft, sondern diejenigen des Anbieters beziehen, da sonst kein vernünftiger Incentive mehr besteht; vgl. zu den verschiedenen Möglichkeiten Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 105.

Wandelrechte allerdings vor dem Ende der Nachfrist des Angebotes[1101] ausgeübt werden, muss sich das Angebot aber auf sämtliche durch die Ausübung von Optionen neu geschaffenen Aktien beziehen, da sich ein öffentliches Angebot auf alle am Ende der Nachfrist existierenden kotierten Beteiligungspapiere beziehen muss[1102].

Nach der Praxis der Übernahmekommission gelten auch American Depository Receipts (ADR) als Optionen, da sie das Recht verkörpern, eine bestimmte Anzahl Aktien bei der Person zu beziehen, bei der die Aktien hinterlegt sind[1103]. Obwohl ein ADR in wirtschaftlicher Betrachtung die gleichen Eigenschaften aufweist wie eine Aktie, muss sich daher ein Übernahmeangebot nicht auf diese Titel beziehen[1104], wohl aber auf die Aktien, die beim Umtausch von ADR bezogen werden[1105]. Bei attraktiven Angeboten führt dies dazu, dass für die meisten ADR Aktien bezogen werden und für diese dann das Angebot angenommen wird.

1.3 Ausschluss von in bestimmten Ländern domizilierten Aktionären (Purchase Restrictions)

Wenn ein Anbieter ein Angebot für Aktien einer schweizerischen Zielgesellschaft macht, die ausländische Aktionäre hat, so kann er in einen positiven Regelungskonflikt geraten, da in gewissen Rechtsordnungen – insbesondere in den USA[1106] – die nationalen Regeln über öffentliche Angebote immer dann zur Anwendung kommen, wenn sich ein Übernahmeangebot an Personen richtet, die im betreffenden Staat domiziliert sind[1107]. Besonders grosse Probleme ergeben sich bei Tauschangeboten, da ein Tauschangebot immer auch eine Emission von Wertpapieren darstellt, was dazu führt, dass nicht nur die Regeln über öffentliche Angebote, sondern die oft sehr strengen Vorschriften über die Ausgabe von Wertpapieren zur Anwendung kommen[1108].

Die Anwendung ausländischer Vorschriften über öffentliche Übernahmeangebote bzw. die Platzierung von Wertpapieren kann zu einem sehr hohen Aufwand führen, da nach den betreffenden ausländischen Vorschriften im Ange-

---

1101 Art. 14 Abs. 5 UEV.

1102 Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.2); Küng/Huber/Kuster (1998), N. 19 zu Art. 24 BEHG; Tschäni (2003a), S. 349; Tschäni/Iffland (2002), S. 133.

1103 Empfehlung der UEK vom 4. Oktober 1999 i.S. TAG, Heuer; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 175.

1104 Tschäni/Iffland (2002), S. 133; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 175.

1105 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 101.

1106 Gerade in den USA ist es allerdings möglich, bei Übernahmeangeboten auf Firmen, die nicht in den USA domiziliert sind, Ausnahmen von der Unterstellung unter die amerikanischen Übernahmeregeln geltend zu machen – eine Möglichkeit, die häufig vernachlässigt wird; Miller/Boyer (2006), S. 74 ff.

1107 Dieses Prinzip steht im Gegensatz zur vorne dargestellten schweizerischen Definition des Anwendungsbereiches der Übernahmeregeln; wie vorne dargestellt, kommen die schweizerischen Übernahmeregeln nur zur Anwendung, wenn eine in der Schweiz kotierte schweizerische Gesellschaft Ziel der Übernahme ist, nicht jedoch, wenn ausländische Gesellschaften übernommen werden, und in der Schweiz domizilierte Aktionäre Adressaten des Angebotes sind; vgl. auch Tschäni/Iffland (2002), S. 126 f.

1108 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 92.

botsprospekt zum Teil mehr und zum Teil vor allem aber auch andere Informationen offengelegt werden müssen als in einem schweizerischen Angebotsprospekt[1109]. In derartigen Situationen kann es aufgrund einander widersprechender schweizerischer und ausländischer Regeln auch zu direkten Regelungskonflikten kommen; dies insbesondere, wenn unterschiedliche Fristen auf öffentliche Angebote zur Anwendung kommen[1110]. Um derartige Probleme zu verhindern, wird bei den meisten Übernahmeangeboten festgehalten, dass das betreffende Übernahmeangebot für in den USA domizilierte Aktionäre sowie für Aktionäre, die in anderen Ländern domiziliert sind, in denen das betreffende Angebot in der publizierten Form unzulässig ist, nicht gilt[1111].

Da die von einer derartigen Klausel ausgeschlossenen Aktionäre das Angebot nicht annehmen können, stellt eine derartige Einschränkung eine Ungleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft dar, die grundsätzlich Art. 24 Abs. 2 BEHG widerspricht[1112]. Die Übernahmekommission lässt in ihrer Praxis derartige Beschränkungen aber zu, da sie vom Anbieter nicht verlangen kann, dass er sein Angebot ausländischem Recht anpasst und sich in einen Regelungskonflikt bzw. in ein Haftungsrisiko begibt[1113]. Der Ausschluss darf allerdings nicht weiter gehen, als dies zur Vermeidung eines Regelungskonfliktes bzw. einer Haftung absolut notwendig ist[1114].

Ein Ausschluss ausländischer Aktionäre vom Angebot ist allerdings trotz Haftungsproblemen und Regelungskonflikten nicht möglich, wenn sich die Zielgesellschaft in nach aussen erkennbarer Weise für die Platzierung ihrer Aktien bei Publikumsaktionären im betreffenden Land eingesetzt hat, da sie damit bei diesen Aktionären die berechtigte Erwartung geweckt hat, dass sie in ein öffentliches Angebot einbezogen würden[1115]. So ist nach der Praxis der Übernahmekommission ein Ausschluss ausländischer Aktionäre unzulässig, wenn Aktionäre aus dem betreffenden Land insgesamt mehr als 10% der Aktien der Zielgesellschaft halten, die Zielgesellschaft in der Vergangenheit wesentliche Anstrengungen unternommen hat, ihre Titel im betreffenden Land zu platzie-

---

1109 Vgl. das Angebot von Zimmer für Centerpulse, bei dem Zimmer das Angebot sowohl unter amerikanischem wie auch unter schweizerischem Recht machte, was den Angebotsprospekt äusserst komplex und umfangreich machte.

1110 Zu den entsprechenden Problemen, Empfehlung der UEK vom 7. Mai 2007 i.S. Converium (E.3); vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 126 f.

1111 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.3); vgl. Beispiel einer derartigen Klausel: Tschäni/Iffland (2002), S. 128, sowie Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 92 ff. Nach der Praxis der UEK müssen derartige Ausschlussklauseln so präzis formuliert sein, dass den Aktionären der Zielgesellschaft klar ist, ob sie vom Angebot ausgeschlossen sind oder nicht, weshalb diese Klauseln die Annahme von Aktien, die aus bestimmten Ländern stammen, nicht in das Ermessen des Anbieters stellen dürfen, sondern vollumfänglich ausschliessen müssen: Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.1.2.4).

1112 Tschäni/Iffland (2002), S. 126.

1113 Empfehlung der UEK vom 7. Oktober 1999 i.S. TAG Heuer International; Tschäni (2003a), S. 417; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 187.

1114 Empfehlung der UEK vom 19. März 2001 i.S. Sulzer (E.10.2); Wey/Huber (2001), S. 152.

1115 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 93.

ren und die Öffentlichkeit über diese Anstrengungen orientiert hat[1116]. Eine Privatplatzierung im betreffenden Land – insbesondere eine Privatplatzierung im Sinne von Rule 144A in den USA – gilt nach der Praxis der Übernahmekommission allerdings noch nicht als öffentlich erkennbare Anstrengung zur Platzierung von Aktien, da die Gesellschaft mit der Privatplatzierung gerade zum Ausdruck bringt, dass sie sich nicht den Börsenregeln des betreffenden Landes unterstellen will[1117]. Die Aktionäre, die in diesem Land domiziliert sind, können deshalb auch nicht davon ausgehen, dass ihnen ein öffentliches Angebot im Sinne der im betreffenden Land geltenden Börsenregeln unterbreitet wird. Daher ist ein Ausschluss der in einem bestimmten Land domizilierten Aktionäre immer noch möglich, auch wenn die Aktien der Zielgesellschaft früher einmal im Rahmen einer Privatplatzierung in diesem Land verkauft worden sind. Soweit die Aktien der Zielgesellschaft allerdings in einem anderen Land kotiert sind, verunmöglicht dies unabhängig von der Anzahl von Aktien, die Aktionäre im betreffenden Land halten, m.E. den Ausschluss von Aktionären aus diesem Land, da sich die Zielgesellschaft mit der Kotierung bewusst und in einer nach aussen erkennbaren Weise den betreffenden Börsenregeln unterstellt hat[1118].

Werden Aktionäre, die in bestimmten Ländern domiziliert sind, vom Angebot ausgeschlossen, um zu verhindern, dass die Übernahmeregeln dieser Länder auf das betreffende Angebot zur Anwendung kommen, so müssen nicht nur die entsprechenden Ausschlussklauseln in Voranmeldung und Angebotstext angebracht werden; zusätzlich müssen auch noch technische Massnahmen ergriffen werden, damit Personen aus den betreffenden Ländern keinen Zutritt zur Publikation der Angebotsdokumente auf dem Internet haben[1119] und auch ihre Aktien nicht einliefern können. Ohne derartige zusätzliche Massnahmen gehen sonst die ausländischen Behörden davon aus, dass sich das Angebot trotz der Ausschlussklauseln im Angebotsprospekt an Anleger im betreffenden Land richtet.

Der Ausschluss bestimmter ausländischer Aktionäre vom Angebot schliesst allerdings nicht aus, dass diese vom betreffenden öffentlichen Angebot in wirtschaftlicher Hinsicht profitieren. Von einer Ausschlussklausel betroffene ausländische Aktionäre, die das Angebot annehmen möchten, werden ihre Aktien an der Börse verkaufen, wo sich im Normalfall ein Arbitrage-Markt bildet, der sich während der Nachfrist eines erfolgreichen Angebotes typischerweise

---

1116 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.3.4); Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.11.3); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005, i.S. Leica (E.3.2); Wey/Huber (2001), S. 152.

1117 Empfehlung der UEK vom 24. August 2005, i.S. Leica (E.3.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 93.

1118 Tschäni/Iffland (2002), S. 128; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 94 lassen die Frage dagegen offen; im Fall der Converium, die ADR in den USA kotiert hatte, mass die UEK dieser Kotierung aber keine Bedeutung zu, sondern erlaubte einen Ausschluss amerikanischer Aktionäre vom Angebot, da der Anteil amerikanischer Aktionäre am Aktienkapital trotz der Kotierung deutlich unter 10% lag; Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.3.4).

1119 Vgl. zu den entsprechenden Möglichkeiten Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 97.

leicht unter dem Angebotspreis bewegt[1120]. Daher hat der Ausschluss von bestimmten ausländischen Aktionären in der Praxis nur geringe finanzielle Auswirkungen für diese Aktionäre.

1.4 Ausschluss von Aktien, die von der Zielgesellschaft sowie von Personen gehalten werden, die in Absprache mit dem Anbieter handeln

Selbst bei Angeboten, die sich auf sämtliche Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft beziehen, kann der Anbieter nach der Praxis der Übernahmekommission Beteiligungspapiere, die von der Zielgesellschaft selbst gehalten werden, vom Angebot ausschliessen, da sich das Gleichbehandlungsgebot nur auf die Aktionäre der Zielgesellschaft bezieht, nicht aber auf die Zielgesellschaft selbst[1121]. Der Ausschluss der Zielgesellschaft wird tatsächlich fast in allen Übernahmeangeboten vorgesehen, da der Erwerb der von der Zielgesellschaft gehaltenen Aktien wirtschaftlich wie eine vom Anbieter finanzierte Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft wirkt – eine Leistung, die der Anbieter im Normalfall im Rahmen eines Angebotes nicht erbringen will und die auch nicht zu der von ihm angestrebten Kontrolle über die Gesellschaft beiträgt.

Ebenfalls ausgeschlossen werden können Beteiligungspapiere, die von Personen gehalten werden, die in Absprache mit dem Anbieter handeln und mit diesem vereinbart haben, dass sie die Aktien auch nach Durchführung des Angebotes weiter halten werden. Aufgrund der Einwilligung der betreffenden Personen bzw. des bewussten Zusammenwirkens mit den Anbietern ist die entsprechende Abweichung vom Gleichbehandlungsprinzip zulässig[1122].

2. Angebotspreis

2.1 Die Höhe des Angebotspreises

2.1.1 Bestimmung des Angebotspreises durch den Anbieter

Unter schweizerischem Recht bestimmt der Anbieter allein, zu welchem Preis er Aktien übernehmen bzw. welche Wertpapiere er im Falle eines Tauschangebotes anbieten will[1123]. Die schweizerische Börsengesetzgebung schreibt keinen Mindestpreis vor[1124] und gibt den Aktionären auch keine Möglichkeit, die Angemessenheit des vom Anbieter offerierten Preises gerichtlich überprüfen zu lassen. Letztlich muss sich der Preis aufgrund der Marktverhältnisse bilden, d.h., der Anbieter muss sein Angebot so attraktiv gestalten, dass es von den Aktionären tatsächlich angenommen und nicht nur der erste Schritt zu einem

---

1120 In diesem Markt kaufen Wertschriftenhändler die Aktien zu einem kleinen Diskont gegenüber dem Angebotspreis und liefern diese darauf sofort beim Anbieter ein, um einen geringen, aber risikolosen Gewinn zu realisieren.

1121 Vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003, i.S. EIC (E.2.2).

1122 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 100 und S. 133 f.

1123 Vgl. Empfehlung der UEK i.S. IMG vom 5. Mai 1999; von der Crone (2000b), S. 167; Tschäni/Iffland (2002), S. 134.

1124 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 19 zu Art. 24 BEHG.

Bieterkampf wird, bei dem der Anbieter von einem Konkurrenzbieter überboten wird[1125]. Ein Anbieter, der einen Erfolg erzielen will, muss sich daher bei der Gestaltung seines Angebotes nicht nur an den Erwartungen der Aktionäre der Zielgesellschaft orientieren, sondern auch an den Möglichkeiten und Vorstellungen von potentiellen Konkurrenzanbietern[1126].

Die Freiheit der Preisgestaltung wird aber, wie hinten dargestellt, insofern vom Gleichbehandlungsprinzip eingeschränkt, als der Anbieter verpflichtet ist, die Aktionäre der Zielgesellschaft auch bezüglich des Preises gleich zu behandeln (insbesondere im Sinne der Best-Price-Regel) und auch für die unterschiedlichen Kategorien von Beteiligungspapieren Preise bieten muss, die unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Rechte der einzelnen Kategorien dem Gleichheitsprinzip entsprechen[1127].

2.1.2 Mindestpreise für Pflichtangebote

Art. 32 Abs. 4 BEHG sieht für Pflichtangebote, d.h. Angebote, die gemacht werden müssen, wenn der Aktienbesitz einer Person durch Aktienkäufe die Limite von 33⅓% übersteigt, einen Mindestpreis vor. Gemäss Art. 9 Abs. 6 UEV finden diese Bestimmungen auf alle Angebote Anwendung, bei denen der Erwerber – im Fall eines erfolgreichen Angebotes – so viele Aktien erwirbt, dass er zusammen mit einer allfälligen bereits vorher existierenden Beteiligung den Grenzwert von 33⅓% überschreitet[1128]. Sofern eine Gesellschaft allerdings in ihren Statuten einen höheren Grenzwert für Pflichtangebote festgelegt hat („Opting-up")[1129], kommen die Regeln über die Preise bei Pflichtangeboten nur zur Anwendung, wenn der Gesamtbestand an Aktien diese höhere Grenze überschreitet. Die Preisvorschriften für Pflichtangebote kommen dagegen gar nicht zur Anwendung, soweit eine Zielgesellschaft die Anwendung der Vorschriften über Pflichtangebote grundsätzlich ausgeschlossen hat („Opting-out")[1130] oder wenn der Anbieter schon vor dem Angebot mehr als 33⅓% der Aktien hielt und somit das neue Angebot diese Grenze gar nicht mehr überschreiten kann[1131]. Sofern die Vorschriften über Pflichtangebote anwendbar sind, gelten für den Angebotspreis gemäss Art. 40 ff. BEHV-FINMA i.V.m. Art. 32 BEHG folgende Regeln[1132]:

1125 Zu den diesbezüglichen Überlegungen des Anbieters Watter/Maizar (2005), S. 21; Tschäni (2004b), S. 423; vgl. Harris (2005), S. 111; Tschäni/Diem (2006), S. 56.

1126 Von der Crone (2005), S. 8.

1127 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 106; im Einzelnen Ziff. III.D.4.4.

1128 Empfehlung der UEK vom 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.2.1); Tschäni (2003a), S. 336; von der Crone (2000b), S. 167; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 39/106 ff.; Aregger (2005), S. 96.

1129 Dazu Ziff. III.J.10 hinten.

1130 Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.2); Empfehlung der UEK vom 26. Mai 2004 i.S. Aletsch (E.2); zum Opting-out vgl. im Einzelnen Ziff. III.J.9 hinten.

1131 Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E.2); Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appétit Group (E.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 40; Aregger (2005), S. 96 f.

1132 Zu diesen Regeln im Einzelnen hinten in Ziff. III.J.8.

- Der angebotene Preis muss für jede Art von Beteiligungspapieren mindestens dem Börsenkurs, der vor dem Angebot galt, entsprechen, wobei der volumengewichtete Durchschnittskurs der 60 vorangehenden Börsentage massgebend ist[1133].

- Der angebotene Preis darf maximal 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten vor der Veröffentlichung des Angebotes für Aktien der Zielgesellschaft bezahlt hat.

2.2 Bestimmbarkeit des Angebotspreises

Bei den meisten öffentlichen Angeboten ist der Angebotspreis bestimmt, d.h., der Angebotsprospekt sieht einen festen Preis bzw. bei Tauschangeboten ein festes Umtauschverhältnis vor[1134]. Nach der Praxis der Übernahmekommission genügt es aber, dass der Preis aufgrund objektiver Kriterien bestimmbar ist[1135]. So hat es die Übernahmekommission in ihrer bisherigen Praxis im Zusammenhang mit Angeboten für Beteiligungspapiere von Investmentgesellschaften als zulässig erachtet, den Angebotspreis aufgrund des Net Asset Value der Zielgesellschaft am Ende der Angebotsfrist oder der Nachfrist zu bestimmen, auch wenn auf diese Weise der Angebotspreis natürlich erst in diesem Zeitpunkt berechnet werden konnte[1136]. Voraussetzung für die Bestimmung des Übernahmepreises aufgrund des Net Asset Value ist allerdings, dass die Titel im Portfolio der Zielgesellschaft an liquiden Märkten[1137] gehandelt werden, sodass der Net Asset Value auch tatsächlich aufgrund der Kurse dieser Titel festgestellt werden kann[1138]. Da es bei operativ tätigen Gesellschaften keine Werte gibt, die einen ähnlich klaren Bezug zum Unternehmenswert haben wie der Net Asset Value einer Beteiligungsgesellschaft, ist es bei operativ tätigen Gesellschaften nicht möglich, einen „bestimmbaren" Preis vorzusehen, der sich an bestimmten Kenngrössen orientiert; so wäre es insbesondere nicht zulässig, den Übernahmepreis aufgrund des Gewinnes zu berechnen, den die Zielgesellschaft innert einer bestimmten Periode erreicht.

1133 Von der Crone (2000b), S. 167.

1134 Art. 21 Abs. 2 UEV.

1135 Tschäni (2003a), S. 350. Unzulässig wäre es dagegen, einen nach subjektiven Kriterien anpassbaren Preis vorzusehen; von der Crone (2000b), S. 167; Tschäni/Iffland (2002), S. 135.

1136 Vgl. Empfehlung der UEK i.S. InCentive Capital vom 16. April 2003 (E. 3.1); Empfehlung der UEK i.S. Sopafin vom 24. Januar 2004 (E.4.3. und 5); vgl. auch das bei Tschäni/Iffland (2002), S. 143, wiedergegebene Beispiel; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 112.

1137 Gemäss Mitteilung Nr. 2 der UEK vom 3. September 2007 gilt der Handel als liquid, wenn der betreffende Titel während einer Periode von 60 Börsentagen vor der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung mindestens 30 Tage gehandelt wird. Die UEK behält sich allerdings vor, einen Titel auch dann als illiquid zu betrachten, wenn ein entsprechender Handel stattfand, die Umsätze aber gering waren; vgl. zur früheren Praxis, die darauf abstellte, dass der betreffende Titel an 15 der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung gehandelt wurde: Verfügung der EBK vom 4. Juli 2006 i.S. Atel (E30); Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2005 i.S. Gornergrat (E.4.4.1).

1138 Diese Voraussetzung ist von der Prüfstelle zu bestätigen; vgl. Empfehlung der UEK vom 31. August 2006 i.S. Acorn (E2.2.6); Empfehlung i.S. India Investment AG vom 11. April 2000 (E.1); Tschäni/Iffland (2002), S. 143 f.

Unzulässig wäre es auch, einen Angebotspreis von einer während der Angebotsfrist durchgeführten Due Diligence abhängig zu machen, da der Angebotspreis in einem derartigen Fall nicht objektiv bestimmbar wäre, sondern von einem Entscheid des Anbieters selbst abhängen würde[1139]. Wie in Ziff. III.E.1.3.2 dargestellt, ist es aber immerhin möglich, den in einer Voranmeldung genannten Preis von den Ergebnissen einer Due Diligence abhängig zu machen, wobei der Preis im Zeitpunkt, in dem das Angebot veröffentlicht wird, allerdings definitiv festgelegt sein muss.

2.3 Preisanpassungsklauseln zum Ausgleich von Dividendenzahlungen und Transaktionen mit Verwässerungseffekt

Wenn die Zielgesellschaft während der Angebotsfrist Kapitalmarkttransaktionen vornimmt, die zu einer Verwässerung der bestehenden Aktien führen, oder Dividenden ausschüttet, so verändert sich der Wert der Beteiligungspapiere, auf die sich das öffentliche Angebot bezieht. Um sich vor derartigen Veränderungen zu schützen, kann der Anbieter nach der Praxis der Übernahmekommission in seinem Angebot vorsehen, dass der Preis angepasst wird, wenn die Zielgesellschaft in der Zeit zwischen der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung und dem Vollzug des Angebotes Dividendenzahlungen, Kapitalrückzahlungen, Kapitalerhöhungen oder Aktiensplits vornimmt[1140]. Da derartige Anpassungsklauseln nur dazu dienen, das im Angebot vorgesehene Verhältnis von Leistung und Gegenleistung aufrechtzuerhalten, kann eine Preisreduktion aufgrund einer derartigen Klausel nicht als unzulässige Änderung des Angebotes zulasten der Aktionäre der Zielgesellschaft oder als eine Verletzung der Preisregeln für Pflichtangebote betrachtet werden.

Will sich ein Anbieter im Falle einer konkreten Verwässerungshandlung, wie z.B. einer Dividendenzahlung, auf die Preisreduktionsklausel berufen, so muss er den entsprechend reduzierten Angebotspreis als Änderung des Angebotes in der gleichen Form wie den Angebotsprospekt selbst öffentlich bekanntgeben[1141]. Wie bei jeder Änderung des Angebotes muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch bei einer derartigen Anpassung des Angebotspreises einen neuen Bericht publizieren, in dem er zur Änderung Stellung nimmt[1142].

1139 Von der Crone (2000b), S. 67; vgl. aber Tschäni/Iffland (2002), S. 146, die diese Möglichkeit mindestens bei Konkurrenzofferten postulieren.

1140 Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.1.4); Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.14.1); Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.4.2f.); Empfehlung der UEK vom 26. April 1999 i.S. Banca del Gottardo (E.3); Empfehlung der UEK vom 18. August 2000 i.S. Alusuisse (E.2); Tschäni/Iffland (2002), S. 139; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 116, mit Beispiel einer derartigen Klausel.

1141 Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E.1.5.2.f.).

1142 Empfehlung der UEK vom 21. Juli 2005 i.S. Leica (E.2).

3. Tauschangebote

3.1 Zulässigkeit von Tauschangeboten

Das BEHG erlaubt neben Barangeboten auch Tauschangebote, bei denen der Anbieter keine Barzahlung offeriert, sondern Effekten oder Wertrechte[1143]. In der Praxis sind allerdings die reinen Barangebote klar in der Überzahl, da es dem Anbieter bei Barangeboten typischerweise wesentlich leichter fällt, die Vorteile seines Angebotes darzulegen, als bei einem Tauschangebot[1144]. Bei einem Barangebot kann der Anbieter den offerierten Barpreis relativ einfach dem bisherigen Kurs der Aktien gegenüberstellen und so die finanziellen Vorteile des Angebotes darstellen, während er bei einem Tauschangebot den Wert der zum Tausch angebotenen Wertpapiere oder Wertrechte erklären muss. Gerade bei feindlichen Angeboten bietet der Anbieter so eine Angriffsfläche für die Argumentation des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, der behaupten wird, dass die zum Tausch angebotenen Titel bei richtiger Betrachtung wesentlich weniger wertvoll sind als vom Anbieter behauptet.

Nach der Praxis der Übernahmekommission können zum Tausch sämtliche Effekten im Sinne von Art. 2 lit. a BEHG angeboten werden, d.h. alle zum Handel geeigneten Wertpapiere, Wertrechte und Derivate[1145]. Dementsprechend kann ein Anbieter bei einem Tauschangebot z.B. eigene Aktien oder Partizipationsscheine[1146], Aktien einer anderen Gesellschaft oder auch Obligationen, Optionen und Anteile an Anlagefonds[1147] anbieten.

Ein Tauschangebot ist auch dann möglich, wenn sich das Angebot auf eine Anzahl von Aktien bezieht, bei der die Bestimmungen über Pflichtangebote zur Anwendung kommen[1148]. Zwar schliesst Art. 43 BEHV-FINMA bei Pflichtangeboten reine Tauschangebote aus, da diese Bestimmung vom Anbieter verlangt, dass er in diesen Fällen als Alternative zu seinem Tauschangebot immer auch noch ein Barangebot macht, das den Mindestpreisvorschriften entspricht. Diese Regeln kommen aber nur zur Anwendung, wenn der Anbieter vor der Publikation des Angebotes eine Anzahl Aktien erwirbt, welche die Angebotspflicht auslösen, nicht aber, wenn er ein freiwilliges Angebot macht, das nur deshalb den Preisregeln über Pflichtangebote untersteht, weil der Anbieter be-

---

1143 Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision et.al. (E.1.1); Empfehlungen der UEK vom 26 März 1999 i.S. Stratec Holding Ltd.; Empfehlung der UEK vom 20. April 1999 i.S. Kuoni Reisen Holding AG; Reutter (2002), S. 5 f.

1144 Superina (2008), S. 241 f. mit Aufstellung der Transaktionen von 1999 bis 2007; Harris (2005), S. 193 ff.

1145 Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision, et.al. (E.1); vgl. für ein Beispiel eines komplexen Derivatangebotes aus dem Angebotsprospekt der InCentive Capital AG an die Aktionäre der Sulzer AG vom 30. März 2001; Tschäni/Iffland (2002), S. 140 f.; vgl. Harris (2005), S. 193.

1146 Die meisten Tauschangebote erfolgen gegen Aktien; ein Beispiel eines Tauschangebotes, bei dem Partizipationsscheine angeboten wurden, findet sich in der Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth.

1147 Empfehlung der UEK vom 31. August 2006 i.S. Acorn (E1.1); Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision, et.al. (E.1.2); Margiotta/Chabloz (2005), S. 199 f.

1148 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.2.1.2.

absichtigt, mit seinem Angebot eine Anzahl Aktien zu erwerben, die über dem für Pflichtangebote geltenden Grenzwert liegt[1149].

3.2 Die Festlegung des Umtauschverhältnisses

Für Umtauschangebote gelten die vorne in Ziff. III.D.2.1 gemachten Ausführungen zum Angebotspreis analog: Der Anbieter ist in diesem Sinne frei, das Tauschverhältnis zu bestimmen. Soweit der Anbieter die Mindestpreisvorschriften für Pflichtangebote einhalten muss[1150], wird die Frage, ob das Tauschangebot diesen Vorschriften entspricht, aufgrund des Wertes beantwortet, den die zum Tausch angebotenen Effekten im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes haben. Dabei wird, wie in Ziff. III.F.3.8 dargestellt, bei Effekten mit liquidem Handel auf den volumengewichteten Kurs der letzten sechzig der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung vorangehenden Börsentage abgestellt.

Normalerweise wird der Tausch so gestaltet, dass eine bestimmte Anzahl Effekten pro Aktie der Zielgesellschaft angeboten wird[1151]. Grundsätzlich ist aber auch eine andere Umschreibung des Umtauschverhältnisses möglich, solange dieses objektiv bestimmbar ist[1152]. So hat Siemens beispielsweise beim öffentlichen Angebot für die Aktien der Netstal den Aktionären dieser Gesellschaft einen festen Preis offeriert, der allerdings nicht in bar ausbezahlt wurde, sondern in Aktien der Infineon Technologies AG, wobei sich das Umtauschverhältnis nach dem Schlusskurs der Infineon Aktien am letzten Tag der Nachfrist berechnete[1153]. Beim Tausch von Beteiligungsgesellschaften ist es auch möglich, das Tauschverhältnis vom Net Asset Value von Zielgesellschaft und Anbieterin im Zeitpunkt des Vollzugs abhängig zu machen[1154].

3.3 Die Kombination von Bar- und Tauschangeboten

Dem Anbieter steht es auch frei, Tausch- und Barangebot so zu kombinieren, dass ein Teil des Angebotspreises durch die Abgabe von Wertpapieren und ein Teil in bar bezahlt wird[1155]. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft kann gerade ein Angebot, das sich aus einer Barkomponente und Aktien des Anbie-

---

1149 Mitteilung Nr. 4 der UEK vom 9. Februar 2009; Thévenoz (2009), S. 37.

1150 Dazu Ziff. III.D.2.1.2 vorne.

1151 Vgl. z.B. das Angebot von Hexagon für Leica im Jahr 2005 oder von X-rite für Amazys im Jahr 2006.

1152 Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2008 i.S. MicroValue (E.4.); Empfehlung der UEK vom 4. Februar 2002, i.S. Netstal Maschinen (E.3).

1153 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Februar 2002 i.S. Netstal (E.3); vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 113.

1154 Vgl. Angebotsprospekt der Creinvest an die Aktionäre der Altin AG, der von Tschäni/Iffland (2002), S. 143, wiedergegeben wird.

1155 Vgl. die Angebote von Hexagon für Leica Geosystems im Jahr 2005 und von X-rite für Amazys im Jahr 2006 zusammengefasst in der Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica bzw. in der Empfehlung der UEK vom 23. März 2006 i.S. Amazys).

ters zusammensetzt, sehr interessant sein, da damit ein sicherer Übernahmepreis mit einer Chance auf zukünftige Kursgewinne verbunden wird[1156].

Selbstverständlich ist es auch möglich, Bar- und Tauschangebot so zu kombinieren, dass den Aktionären der Zielgesellschaft ein Wahlrecht zwischen Tausch- und Barangebot eingeräumt wird[1157]. Derartige Alternativangebote müssen nicht gleichwertig sein; es ist vielmehr möglich, sie so zu strukturieren, dass das Tauschangebot für die Aktionäre finanziell interessanter ist, um sie in diese Richtung zu lenken[1158]. Ziel eines derartigen Angebotes ist es letztlich, sicherzustellen, dass die Anleger sich bei einem Kursrückgang der zum Tausch angebotenen Effekten durch Wahl der Barzahlungsvariante einen Mindestpreis sichern können; dies macht das Angebot interessant.

3.4 Angaben über die zum Tausch angebotenen Titel im Angebotsprospekt

Wie in Ziff. III.F.3.7 im Einzelnen dargestellt, muss der Prospekt bei einem Tauschangebot zusätzliche Angaben über die zum Tausch angebotenen Titel enthalten, damit sich die Aktionäre der Zielgesellschaft eine Meinung über den Wert der zum Tausch angebotenen Effekten bilden können[1159]:

3.5 Transaktionen mit den zum Umtausch angebotenen Effekten

Grundsätzlich können der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen auch während der Angebotsfrist weiterhin Transaktionen in den zum Umtausch angebotenen Titeln tätigen. Die Übernahmekommission verlangt jedoch, dass derartige Transaktionen den Angebotsprozess nicht verfälschen, d.h., der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen dürfen den Kurs der angebotenen Titel nicht durch Käufe oder andere Transaktionen künstlich hochtreiben[1160]. Um sicherzustellen, dass derartige Manipulationen unterbleiben, sieht die UEV in Art. 38 ff. vor, dass der Anbieter sowie Personen, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln, alle Transaktionen bezüglich der zum Tausch angebotenen

---

1156 Vgl. beispielsweise das Angebot der Smith & Nephew Group an die Aktionäre der Centerpulse, dargestellt in der Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse; das Angebot der Hexagon für die Aktionäre der Leica Geosystems, dargestellt in der Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica sowie das Angebot der Glarner Kantonalbank für die Bank Linth, dargestellt in der Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth; die Glarner Kantonalbank erwähnte gerade dieses Element möglicher zukünftiger Wertsteigerung in ihrer Kommunikation gegenüber den Aktionären der Bank Linth, beschrieben bei Blaas/Barraud (2008), S. 340 f.

1157 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest; interessant war auch das Angebot der InCentive Capital für Sulzer, das ein Wahlrecht zwischen Barabgeltung und InCentive-Aktien vorsah, wobei im Rahmen des Tauschangebotes noch ein spezielles Wertrecht zur Kompensation von Kursrückgängen abgegeben wurde. Empfehlung der UEK vom 18. April 2001 i.S. Sulzer (E.2); vgl. für ein Beispiel einer derartigen Wahlklausel, Tschäni/Iffland (2002), S. 142 f., vgl. zu den verschiedenen Möglichkeiten von Wahlklauseln, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 114.

1158 Tschäni/Iffland (2002), S. 143.

1159 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Tauschangebot (E.1.2.4).

1160 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E.6).

Beteiligungspapiere während der Dauer des Angebotes täglich der Übernahmekommission melden müssen[1161].

4. Gleichbehandlungsprinzip

4.1 Grundsatz

Gemäss Art. 24 Abs. 2 BEHG muss der Anbieter in seinem Angebot die Inhaber von Beteiligungspapieren derselben Art gleich behandeln[1162]. Damit wird das Gleichbehandlungsprinzip, das für die Gesellschaft auf aktienrechtlicher Grundlage gegenüber ihren Aktionären gilt[1163], in der Übernahmesituation auf den Anbieter ausgedehnt[1164].

Die in Art. 24 Abs. 2 BEHG festgehaltene Gleichbehandlungspflicht gebietet dem Anbieter insbesondere, in seinem Angebot allen Aktionären der Zielgesellschaft den gleichen Preis und die gleichen Bedingungen zu offerieren[1165]. Das Gleichbehandlungsprinzip gilt aber nur für das öffentliche Angebot selbst, d.h. für die Zeit nach Veröffentlichung des Angebotes bzw. einer Voranmeldung. Vor diesem Zeitpunkt ist der Anbieter dagegen frei, die Aktionäre der Zielgesellschaft unterschiedlich zu behandeln, und kann beim Kauf von Aktien insbesondere Bedingungen vereinbaren, die für die Verkäufer günstiger sind als die des öffentlichen Angebotes[1166], oder höhere Preise bezahlen[1167]. Die Freiheit des Anbieters wird in Bezug auf derartige Transaktionen nur durch die hinten in Ziff. III.J.8 dargestellten Preisregeln für Pflichtangebote eingeschränkt, was dazu führt, dass er bei Käufen vor der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung Preise bezahlen kann, die bis zu 33$^{1}/_{3}$% über dem späteren Angebotspreis liegen[1168]. Nicht einmal diese Beschränkung gilt allerdings, wenn das spätere Angebot des Anbieters nicht unter die Regeln für Pflichtangebote fällt, weil die Zielgesellschaft in ihren Statuten die Anwendung der Regeln über Pflichtangebote im Sinne eines Opting-out ausgeschlossen hat[1169] oder sich das spätere Angebot auf eine Anzahl von Aktien beschränkt, die noch kein Pflichtangebot auslösen. Wie vorne dargestellt, ist diese zeitli-

---

1161 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.G.2.

1162 Von der Crone (2000b), S. 168; Tschäni (2003a), S. 416 f.; Meier-Schatz (1996), S. 117; zum Gleichbehandlungsprinzip bei börsenkotierten Gesellschaften im Allgemeinen: Hofstetter (1996), S. 223 ff.

1163 Art. 717 Abs. 2 und Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR; zur Gleichbehandlungspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft vgl. Tschäni/Diem (2005), S. 58.

1164 Bernet (1998), S. 169.

1165 Vgl. Empfehlung der UEK vom 31. März 2006 i.S. Leclanché (E.5.1), wo die Anbieterin einzelnen Aktionären der Leclanché eine Put-Option für die Zeit nach dem Angebot gewährt hatte und diese Put-Option aus Gleichbehandlungsgründen daraufhin auch allen anderen Aktionären der Zielgesellschaft anbieten musste; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 12 ff. zu Art. 24 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 17 ff. zu Art. 24 BEHG; Bernet (1998), S. 172 ff.

1166 Z.B. Verzicht auf auflösende Bedingungen, unter denen das öffentliche Angebot steht.

1167 Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel.

1168 Diese Prämie wurde offensichtlich vom Gesetzgeber in Anbetracht des Mehrwertes, den ein Kontrollpaket verkörpert, als gerechtfertigt betrachtet, Botschaft, BEHG, S. 50, Aregger (2005), S. 94.

1169 Dazu Ziff. III.J.9.

che Einschränkung der Gleichbehandlung problematisch, da sie dazu führt, dass Mehrheits- bzw. Hauptaktionäre gegenüber dem Publikum eine Prämie erhalten und sich der Wettbewerb auf den Erwerb der massgebenden Beteiligungen und nicht auf das öffentliche Angebot konzentriert[1170].

4.2 Ausnahmen von der Gleichbehandlung

Soweit sich eine Ungleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft nicht aufgrund eines Entscheids des Anbieters, sondern aufgrund äusserer Umstände ergibt, stellt diese keine Verletzung des Gleichbehandlungsgebotes dar. In diesem Sinne kann es insbesondere in folgenden Bereichen zur Ungleichbehandlung kommen:

- Ausschluss der Aktionäre aus einzelnen Ländern vom Angebot (Purchase Restrictions)

  Wie in Ziff. III.D.1.3 dargestellt, kann ein Anbieter nach der Praxis der Übernahmekommission Aktionäre der Zielgesellschaft, die in Ländern domiziliert sind, in denen das Angebot unzulässig ist bzw. den lokal geltenden Übernahmeregeln unterworfen wird, vom Angebot ausschliessen. Dieser Ausschluss führt zwar zu einer Ungleichbehandlung der betreffenden Aktionäre. Diese Ungleichbehandlung wird aber zugelassen, da sie nicht auf den Willen des Anbieters zurückgeht, sondern auf die am Domizil der Aktionäre anwendbaren Regeln, die den Anbieter in einen Regelungskonflikt mit den auf sein Angebot anwendbaren schweizerischen Regeln bringen oder einem unzumutbaren Haftungsrisiko aussetzen[1171].

- Unterschiedliche Besteuerung der Aktionäre

  Je nach Ausgestaltung der Transaktion führt die Zahlung des Angebotspreises bei einzelnen Kategorien von Anlegern zu unterschiedlicher Besteuerung[1172]. Diese Besteuerung kann dazu führen, dass die Annahme des Angebotes für bestimmte Anleger äusserst unattraktiv ist: Rückkaufangebote für eigene Aktien sowie Angebote, bei denen die Kaufpreiszahlung gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7a Abs. 1 StHG als Ausschüttung betrachtet wird[1173], sind z.B. für in der Schweiz domizilierte natürliche Personen, welche die Aktien der Zielgesellschaft in ihrem Privatvermögen halten, wegen der hohen Besteuerung völlig unattraktiv, während sie für in der Schweiz domizilierte steuerfreie institutionelle Anleger oder juristische Personen attraktiv sind[1174]. Da die entsprechende Ungleichbehandlung

---

1170 Ziff. III.A.2.2.

1171 Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.11); Wey/Huber (2001), S. 152; Tschäni/Iffland (2002), S. 126 ff.; vgl. zu den einzelnen Voraussetzungen derartiger „Purchase Restrictions" Ziff. III.D.1.3.

1172 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. IV.A.2 hinten.

1173 Dazu im Einzelnen Ziff. IV.B.1.1.2 hinten.

1174 Vgl. dazu Empfehlung der UEK vom 15. April 2002 i.S. Alpine Select (E.2); Empfehlung der UEK vom 18. Oktober 2002 i.S. Swissfirst (E.2); Schärer/Aregger (2003), S. 148; Margiotta/Chabloz (2005), S. 205.

aber nicht auf einen Entscheid des Anbieters, sondern allein auf die in der Schweiz geltenden steuerlichen Rahmenbedingungen zurückzuführen ist, verstösst sie nicht gegen das Gleichbehandlungsgebot und muss dementsprechend akzeptiert werden[1175].

Werden einzelne Kategorien von Aktionären durch Purchase Restrictions oder durch ungünstige steuerliche Regelungen von einem öffentlichen Angebot ausgeschlossen, so führt dies in der Praxis ohnehin nur zu einer sehr geringen finanziellen Einbusse für die betreffenden Aktionäre. Normalerweise entsteht in derartigen Fällen ein Arbitrage-Markt, bei dem Anleger, welche keine derartigen Probleme haben, die betreffenden Aktien zu Preisen kaufen, die nur geringfügig unterhalb des Angebotspreises liegen[1176]. Damit die Aktionäre der Zielgesellschaft sich bei derartigen Situationen richtig verhalten und ihre Aktien am Markt verkaufen können, verlangt die Übernahmekommission in Fällen, in denen sich aus Steuervorschriften oder anderen äusseren Umständen eine Ungleichbehandlung ergibt, dass der Anbieter im Angebotsprospekt deutlich auf dieses Problem hinweist[1177].

4.3 Best-Price-Regel

Eine Konkretisierung des Gleichbehandlungsgrundsatzes ist die in Art. 10 UEV festgehaltene Best-Price-Regel, die den Anbieter zwingt, allen Aktionären der Zielgesellschaft während der Angebotsfrist den gleichen Preis zu offerieren[1178]. Kauft der Anbieter oder eine mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnde Person[1179] nach Veröffentlichung des Angebotes bzw. einer Voranmeldung Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem Preis, der über dem Angebotspreis liegt, so muss der Anbieter diesen höheren Preis allen Aktionären der Zielgesellschaft anbieten[1180]. Auf diese preiserhöhende Wirkung der Best-Price-Regel können sich die Inhaber aller Beteiligungspapiere, die

---

1175 Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.10); von der Crone (2005), S. 15.

1176 Von der Crone (2005), S. 15.

1177 Von der Crone (2005), S. 15; Empfehlung der UEK vom 19. März 2001 i.S. Sulzer (E.9); Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.9).

1178 Empfehlung der UEK vom 22. August 2007 i.S. Unilabs (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.6.1); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 23 ff. zu Art. 24 BEHG; Meier-Schatz (1996), S. 118; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 211.

1179 Art. 24 Abs. 3 BEHG; Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel (E.1.1.2); Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.6.1); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 23 ff. zu Art. 24 BEHG; zum Begriff der in gemeinsamer Absprache handelnden Personen Ziff. III.F.3.2. Kritisch zu den Risiken, die sich für den Anbieter aus dem Einbezug dieser Personen ergeben können, Romerio (2005), S. 40.

1180 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.3.5.3), wo die UEK auch ausdrücklich festhält, dass die Gleichbehandlung nicht durch die Rückgängigmachung des zum höheren Preis abgeschlossenen Kaufs erreicht werden kann. Von der Crone (2000b), S. 169; Bernet (1998), S. 175; Iffland/Vaisy, S. 135; von der Angebotserhöhung profitieren alle Aktionäre, die das Angebot bereits angenommen haben, da sich der Angebotspreis für diese automatisch erhöht sowie alle Aktionäre, die das Angebot noch nicht angenommen haben, da sie nun das höhere Angebot annehmen können. Aktionäre die ausserhalb des Angebotes ihre Aktien an den Anbieter verkauft haben, können dagegen von der Angebotspreiserhöhung nicht profitieren; mit dem Verkauf ausserhalb des Angebotes haben sie selbst auf den Schutz der Best-Price-Regel verzichtet. Empfehlung der UEK vom 28. September 2007 i.S. GNI (E.2.3 ff.).

vom Angebot erfasst werden, berufen. Daher steht dieses Recht auch den Inhabern von Optionen und nicht kotierten Beteiligungspapieren zu, die freiwillig in ein Angebot einbezogen werden[1181].

Die Best-Price-Regel führt unabhängig von der Zahl der zum betreffenden Preis gekauften Aktien zu einem höheren Angebotspreis, wobei es auch nicht möglich ist, ihre Wirkung dadurch aufzuheben, dass die betreffende Transaktion rückabgewickelt wird[1182].

Die Best-Price-Regel betrifft sämtliche Aktienkäufe, welche die von ihr erfassten Personen direkt oder indirekt auf eigene Rechnung machen, selbst wenn diese Transaktionen keinen Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot haben[1183]. Deshalb werden auch allfällige Market-Making-Aktivitäten des Anbieters oder der Zielgesellschaft in den Aktien der Zielgesellschaft von der Best-Price-Regel erfasst[1184]. Die Best-Price-Regel kommt auch zur Anwendung, wenn der Anbieter mit anderen Aktionären eine Gruppe bildet und von diesen Gruppenmitgliedern Aktien kauft. Entgegen der von Tschäni/Iffland/Diem[1185] geäusserten Kritik ist die Erfassung derartiger gruppeninterner Transaktionen m.E. richtig, da der Anbieter andernfalls die Best-Price-Regel jederzeit dadurch umgehen könnte, dass er mit den Aktionären, deren Aktien er zu einem höheren Preis kaufen will, eine Gruppe bildet.

4.3.1 Der vom Anbieter ausserhalb des Angebotes bezahlte Preis

Für die Anwendung der Best-Price-Regel ist entscheidend, welchen Preis der Anbieter für Beteiligungspapiere zahlt, die er ausserhalb der Abwicklung des Angebotes erwirbt. Dieser Preis wird dem Angebotspreis gegenübergestellt. Massgebend ist dabei der Gesamtbetrag aller geldwerten Leistungen, die der Anbieter einem Aktionär als Gegenleistung für den Verkauf seiner Aktien erbringt[1186]. Soweit der Anbieter als Gegenleistung für die Aktien Sachleistungen erbringt, indem er z.B. Beteiligungspapiere, Schuldpapiere oder Derivate abgibt, müssen diese Leistungen bewertet werden, wobei für die Bewertung auf den Zeitpunkt abgestellt werden muss, in dem die Transaktion vollzogen wurde. Eine derartige Bewertung ist auch notwendig, wenn der Anbieter dem Verkäufer zusätzlich zu einem fixen Kaufpreis variable Zahlungen verspricht,

---

1181 Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Luwa (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2006 i.S. Berna (E.1.3); Empfehlung der UEK vom 18. August 2000 i.S. Alusuisse (E.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 213.

1182 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.3.5.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 211.

1183 Die Transaktionen, die der Anbieter oder eine Person, die in Absprache mit ihm handelt, im Rahmen ihrer normalen Tätigkeit für Dritte ausführen (z.B. Abwicklung von Bank- oder Vermögensverwaltungsgeschäfte für Dritte) werden nicht erfasst, da der Anbieter bzw. die Personen, die in Absprache mit ihm handeln, bei derartigen Transaktionen gar keine wirtschaftliche Berechtigung an den Beteiligungspapieren erwerben, Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Sarasin (E.5).

1184 Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin.

1185 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 212.

1186 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.3.5); Verfügung der EBK vom 20. November 2006 i.S. SIG (E.27f.); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 216; Schären (2008), S. 452.

indem er dem Verkäufer z.B. für den Fall einer positiven Ertragsentwicklung der Zielgesellschaft eine Nachzahlung in Aussicht stellt[1187].

Kauft der Anbieter von einem Aktionär Aktien zum Angebotspreis, vereinbart mit diesem aber, dass er bei einer späteren Erhöhung des Angebotes den Kaufpreis entsprechend erhöhen oder bei einem Drittangebot eine Zusatzzahlung erbringen würde, so stellt dieses „Top-up right" ebenfalls eine zusätzliche geldwerte Leistung dar, die im Rahmen der Best-Price-Regel zu berücksichtigen ist[1188]. Ein derartiges „Top-up right" muss daher nach den Regeln über Derivate bewertet werden und führt entsprechend zu einer Erhöhung des Angebotes für die anderen Aktionäre[1189].

Soweit ein Anbieter zusätzliche Aktien dadurch erwirbt, dass er Call-Optionen oder Wandelrechte kauft, die er nachher ausübt, so muss aus dem Optionspreis das Äquivalent des Barzahlungspreises errechnet werden, indem Ausübungspreis der Option und Optionspreis addiert und der Zeitwert der Option subtrahiert wird[1190]. Die Übernahmekommission geht allerdings davon aus, dass der Zeitwert nicht abgezogen werden muss, wenn die Optionen im Rahmen einer „eigentlichen Optionsstrategie zwecks Kontrollübernahme" erworben werden, was in Anbetracht des ökonomischen Wertes einer Option und des mit der Option verbundenen Finanzierungseffektes, der sich im Zeitwert widerspiegelt, nicht sachgerecht ist[1191].

1187 Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.6.2).

1188 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006, i.S. SIG (E.3.5.2); Verfügung der EBK vom 20. November 2006, i.S. SIG (E.27 f.).

1189 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006, i. S. SIG (E.3.5.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 67.

1190 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Sarasin (E.4); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 218; Aregger (2005), S. 99 ff.

1191 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.3.2.4; E.4.2); letztlich ist es aber auch unmöglich, zwischen einer „Optionsstrategie" und „gewöhnlichen" Optionskäufen zu unterscheiden; alle Optionen, die ein Anbieter im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot erwirbt, dienen letztlich der Förderung des Angebotes, d.h. zur Übernahme der Kontrolle. In diesem Sinne gibt es zwischen den Fällen Sarasin und Saurer auch keinen Unterschied.

4.3.2 Der zeitliche Anwendungsbereich der Best-Price-Regel

4.3.2.1 Geltung nach Veröffentlichung des Angebotes

Gemäss Art. 10 Abs. 1 UEV gilt die Best-Price-Regel ab Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung[1192] während der ganzen Dauer des Angebotes und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist im Sinne von Art. 14 Abs. 5 UEV[1193]. Diese Sechs-Monats-Regel beruht auf der Annahme, dass der Anbieter bereits während der Angebotsperiode die Absicht hatte, später zu höheren Preisen weitere Aktien zu kaufen, wenn er derartige Verkäufe innerhalb von sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist durchführt. Um den mit der Best-Price-Regel angestrebten Anlegerschutz sicherzustellen, ist ihre zeitliche Ausdehnung m.E. richtig[1194]. Ohne derartige zeitliche Ausdehnung der Best-Price-Regel könnte ein Anbieter mit Aktionären der Zielgesellschaft, die nicht bereit sind, zum Angebotspreis zu verkaufen, vereinbaren, dass er nach Ablauf der Angebotsfrist einen höheren Preis zahlen wird[1195]. Um eine derartige Umgehung der Best-Price-Regel zu vermeiden, wendet die Übernahmekommission die Best-Price-Regel allerdings auch dann an, wenn ein späterer Kauf nach Ablauf der Sechs-Monats-Frist erfolgt, sofern nachgewiesen werden kann, dass der Anbieter bereits im Zeitpunkt des Angebotes die Absicht hatte, später weitere Aktien zu höheren Preisen zu erwerben[1196]. Die Ausdehnung der Best-Price-Regel auf sechs Monate nach dem Angebot gilt nach der Praxis der Übernahmekommission dagegen nicht für Rückkäufe eigener Aktien, da ein Unternehmen im Handel mit eigenen Aktien nicht eingeschränkt werden soll[1197]

1192 Empfehlung der UEK vom 5. Mai 1999 i.S. IMG; Empfehlung der UEK vom 29. März 1999 i.S. Fotolabor SA (E.2.1); Empfehlung der UEK 26. April 1999 i.S. Banca del Gottardo (E.2.1); Tschäni-Iffland (2002), S. 136; Gotschev (2005), S. 282. Sofern einem Aktionär, der zu einem Pflichtangebot verpflichtet ist, eine Fristerstreckung gemäss Art. 37 Abs. 2 BEHV-FINMA für die Publikation des Angebotes gewährt wird, gilt die Best-Price-Regel allerdings vom Zeitpunkt an, in dem die ursprüngliche Frist für das Pflichtangebot ablief, da es dem betreffenden Aktionär sonst möglich ist, während der Fristerstreckung weitere Aktien zu einem Preis zu kaufen, der den Preis des Pflichtangebotes übersteigt: Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (E.4); im konkreten Fall hatte ein Anbieter tatsächlich einerseits um eine Fristerstreckung für die Publikation des öffentlichen Angebotes nachgesucht, da er die Finanzierung des Angebotes noch nicht gesichert hatte, gleichzeitig aber am Markt Aktien der Zielgesellschaft gekauft.

1193 Verfügung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E.24 ff.); Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel; Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 betreffend Absolute Invest AG; Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.4); von der Crone (2000b), S. 169; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 176; Iffland/Vaisy (2000), S. 135; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 74.

1194 A.M. Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 176 f.; Tschäni/Oertle, BSK, (1. Aufl.); N. 10 zu Art. 24 BEHG, bemängeln die fehlende rechtliche Grundlage für diese zeitliche Ausdehnung; m.E. ergibt sich diese aber aus Art. 24 Abs. 2 BEHG, da die Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft, wie oben dargestellt, nur durch diese zeitliche Ausdehnung der Best-Price-Regel gesichert werden kann.

1195 Vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 137.

1196 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group. Im konkreten Fall wurde die Frist für die Best-Price-Regel auf drei Jahre erhöht, da bereits im Zeitpunkt des Angebotes feststand, dass die Aktien eines grösseren Minderheitsaktionärs gekauft werden sollten, sobald dieser seine steuerrechtliche Situation bereinigt hatte.

1197 Empfehlung der UEK vom 22. November 1999 i.S. CreInvest (E.2); Empfehlung der UEK vom 17. Mai 2002 i.S. Think Tools (E.4.2); Empfehlung der UEK vom 2. Juni 2003 i.S. Sika (E.5).

und die Gefahr eines Missbrauchs beim Kauf eigener Aktien auch geringer ist[1198].

4.3.2.2 Keine Anwendung der Best-Price-Regel auf Transaktionen vor Veröffentlichung des Angebotes

Die Best-Price-Regel bezieht sich nicht auf die Zeit vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung. Wenn der Anbieter vor der Veröffentlichung des öffentlichen Angebotes Aktien kauft, so kann er für diese tiefere oder auch höhere Preise als beim Angebot selbst bezahlen[1199].

Für die Frage, ob ein Kauf unter die Best-Price-Regel fällt, ist der Zeitpunkt des Vertragsabschlusses entscheidend. Die Best-Price-Regel ist dementsprechend nicht anwendbar, wenn der Anbieter bereits vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung eine rechtlich durchsetzbare Verpflichtung zum Erwerb der Aktien eingegangen ist, deren Erfüllung nicht vom Erfolg des öffentlichen Angebotes abhängt[1200]. Irrelevant ist dagegen der Zeitpunkt des Vollzugs des entsprechenden Kaufvertrages, weshalb die Regeln über die Best Price Rule nicht zur Anwendung kommen, wenn ein früher abgeschlossener Kaufvertag erst nach Veröffentlichung des öffentlichen Angebotes bzw. der Voranmeldung vollzogen wird[1201]. Damit kommt die Best-Price-Regel insbesondere auch dann nicht zur Anwendung, wenn der Erwerb eines grossen Aktienpaketes zwar vor der Veröffentlichung eines öffentlichen Angebotes vereinbart, aber erst im Zeitpunkt vollzogen wird, in dem die kartellrechtlich notwendigen Bewilligungen vorliegen – ein Zeitpunkt, der normalerweise wesentlich nach der Publikation des öffentlichen Angebotes liegt[1202]. Steht dagegen der vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung vereinbarte Kauf einer Beteiligung unter der Bedingung, dass das öffentliche Angebot erfolgreich ist, d.h. eine genügende Anzahl von Aktien angeboten werden, so untersteht der vorgängige Erwerb trotz der Vereinbarung vor der Veröffentlichung des öffentlichen Angebotes der Best-Price-Regel, da dieser Erwerb Teil des öffentlichen Angebotes ist[1203]; in diesen Fällen muss der Anbie-

---

1198 Würde der Verwaltungsrat einem Aktionär bereits während der Angebotsfrist einen späteren höheren Angebotspreis in Aussicht stellen, so würde dies im Übrigen einen Verstoss gegen das Gleichbehandlungsprinzip von Art. 717 Abs. 2 OR darstellen, der zu entsprechenden Schadensersatzansprüchen führt.

1199 Vgl. Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.9); Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 74; Romerio (2005), S. 36 ff.; Schärer/Waller (2008), S. 69 ff.; Schären (2008), S. 453; eine Grenze für die Preisgestaltung vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung bilden nur die weiter hinten dargestellten Vorschriften über die Preise bei Pflichtangeboten.

1200 Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.2); Margiotta/Chabloz (2005), S. 206 f.; Schärer/Waller (2008), S. 69 ff.

1201 Tschäni (2003a), S. 248; von der Crone (2000b), S. 166; Tschäni/Iffland (2002), S. 137 f.

1202 Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Büro-Fürrer (Sachverhalt/E.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 74 f.; Blaas/Barraud (2008), S. 347 f.; Schärer/Waller (2008), S. 78 ff.

1203 Vgl. Empfehlung der UEK 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.2.3); Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Sarasin (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel; Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.6.); Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.4.3); Margiotta/Chabloz (2005), S. 206 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 75.

ter daher in seinem Angebot allen Aktionären den Preis offerieren, den er für den vorgängigen Erwerb bezahlt hat.

Wie vorne in Ziff. III.A. 2.2. dargestellt, hat die Begrenzung der Best-Price-Regel auf die Zeit nach der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung die Konsequenz, dass der Wettbewerb um die Kontrolle über eine kotierte Gesellschaft mindestens in Fällen, in denen beherrschende Beteiligungen bestehen, in den Zeitraum vor dem Angebot verschoben wird, da sich der Wettbewerb auf den Erwerb dieser Beteiligungen konzentriert. Dies führt für die Publikumsaktionäre tendenziell zu tieferen Preisen bzw. dazu, dass das öffentliche Angebot nach dem Erwerb einer beherrschenden Beteiligung zur reinen Pflichtübung verkommt, die sich an den für Pflichtangebote minimal erforderlichen Preisen orientiert. De lege ferenda wäre daher m.E. die Ausdehnung der Best Price Rule auf zwölf Monate vor der Veröffentlichung des öffentlichen Angebotes angezeigt[1204].

4.3.3 Anwendung der Best-Price-Regel bei Käufen von Beteiligungspapieren und Optionen, die nicht dem Angebot unterstehen

Die Best-Price-Regel kommt nicht nur zur Anwendung, wenn der Anbieter Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, zu höheren Preisen als zum Angebotspreis kauft, sondern kann auch durch Käufe von nicht kotierten Beteiligungspapieren und Optionen der Zielgesellschaft ausgelöst werden, die nicht vom Angebot erfasst werden[1205]. Andernfalls könnte der Anbieter z.B. Stimmrechtsaktien, die nicht kotiert sind, zunächst vom Angebot ausschliessen, dann aber dennoch mit einer hohen Prämie unter der Bedingung kaufen, dass das Angebot erfolgreich ist, und so das Gleichbehandlungsgebot unterlaufen.

Kauft ein Anbieter während der Angebotsfrist Beteiligungspapiere oder Finanzinstrumente[1206], die nicht vom Angebot erfasst werden und die andere Rechte aufweisen als die vom Angebot erfassten Beteiligungspapiere, so muss der bezahlte Preis auf die Beteiligungspapiere umgerechnet werden, die vom Angebot erfasst werden, um festzustellen, ob die Best-Price-Regel eingehalten worden ist. Zu diesem Zweck müssen die Rechte der einzelnen Kategorien von Beteiligungspapieren bewertet werden, während bei den Optionen der Zeitwert berücksichtigt werden muss[1207].

In der Praxis besteht vor allem dann die Gefahr einer Verletzung der Best-Price-Regel, wenn die Zielgesellschaft oder der Anbieter parallel zum Angebot

---

1204 Damit müsste bei Pflichtangeboten auch vorgesehen werden, dass der Anbieter nicht nur 75%, sondern 100% des in den letzten zwölf Monaten vor Auslösung des Pflichtangebotes bezahlten Preises anzubieten hat. Die UEK selbst bezeichnet in der Empfehlung vom 22. August 2007 i.S. Unilabs (E.2.3) die Möglichkeit, eine Prämie zu zahlen, als einen Widerspruch zum Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger.

1205 Verfügung 378/02 der UEK vom 20. Januar 2009 i.S. Speedel (E.2.1); Schären (2008), S. 451 f..

1206 Art. 10 Abs. 1 UEV.

1207 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2006 i.S. Berna (E.1.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 217.

Optionsprogramme der Arbeitnehmer der Zielgesellschaft ändern und diesen entweder den Rückkauf der Optionen oder die Umstellung der Optionen auf Aktien des Anbieters anbieten, da bei diesen Angeboten häufig versucht wird, durch eine attraktive Gestaltung des Angebotes die Motivation der Mitarbeiter aufrechtzuerhalten[1208]. Um zu vermeiden, dass derartige Regelungen zu einer nachträglichen Erhöhung des Angebotspreises für alle Aktionäre führen, empfiehlt es sich, der Übernahmekommission den geplanten Rückkauf bzw. die Umstellung und vor allem die Preisberechnung vorzulegen, welche die Gleichbehandlung belegt, sodass die Übernahmekommission vorgängig bestätigen kann, dass der Anbieter die Best-Price-Regel nicht verletzt[1209].

4.3.4 Anwendung der Best-Price-Regel auf Tauschangebote

Die Best-Price-Regel gilt auch für Tauschangebote, wobei bei derartigen Angeboten allerdings die Schwierigkeit besteht, dass der Wert des Tauschangebotes mit dem Preis der zum Tausch angebotenen Titel laufend fluktuiert und dass die Best-Price-Regel daher nicht auf einen einheitlichen Referenzpreis abstellen kann[1210]. Nach der Praxis der Übernahmekommission richtet sich der für die Best-Price-Regel massgebende Wert des Tauschangebotes bis zum Ende der Nachfrist nach dem Kurs der zum Tausch angebotenen Titel im Zeitpunkt, an dem der Anbieter zusätzliche Aktien ausserhalb des Angebotes kauft[1211]. Gemäss dieser Praxis wird die Best-Price-Regel verletzt, wenn der Anbieter oder die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem Preis erwerben, der über dem Wert des Tauschangebotes liegt, der aufgrund der Kurse im Zeitpunkt des betreffenden Erwerbs berechnet wird[1212]. Während der sechsmonatigen Frist nach Abwicklung des Angebotes gilt dagegen der im Zeitpunkt des Vollzugs umgerechnete

---

1208 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.4); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 17 zu Art. 24 BEHG; vgl. Schären (2008), S. 452.

1209 Vgl. die Anträge der Converium bezüglich der Abgeltung von Optionen sowie Aktienbezugsrechten der Mitarbeiter: Empfehlung der UEK vom 9. Jun i 2007 i.S. Converium (E.8.1). Vgl. die Anträge, die Crucell und Berna Biotech bezüglich der Abgeltung bzw. Umstellung der Mitarbeiteroptionen der Berna Biotech auf Aktien der Crucell der UEK unterbreiteten: Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2006 i.S. Berna; Verfügung 378/02 der UEK vom 20. Januar 2009 i.S. Speedel.

1210 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.6); Gotschev (2005), S. 283.

1211 Daher muss für die Anwendung der Best-Price-Regel bei Tauschangeboten der Wert des Angebotes immer wieder neu berechnet werden, wenn der Anbieter bzw. Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, Aktien kaufen wollen; Schären (2008), S. 452.

1212 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.7); Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.5); Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.7.3); vgl. dabei die detaillierten Handlungsanweisungen zur Berechnung der bei Tauschangeboten während der Handelszeiten massgebenden Preise in der Empfehlung der UEK vom 22. September 2005 i.S. Leica (E.2 und E.3). Aregger (2005), S. 106 f.

Wert der zum Tausch angebotenen Effekten als Referenzbereich für die Best-Price-Regel, sodass für diese sechs Monate ein einheitlicher Preis gilt[1213].

Kauft ein Anbieter oder eine Person, die in Absprache mit dem Anbieter handelt, während der Angebotsfrist oder während 6 Monaten nach Beendigung der Nachfrist im Sinne von Art. 14 Abs. 5 UEV Beteiligungspapiere oder Finanzinstrumente, auf die sich das öffentliche Tauschangebot bezieht, gegen Barzahlung, so ist er aufgrund des Gleichbehandlungsgebotes verpflichtet allen anderen Aktionären ebenfalls, alternativ neben dem Tauschangebot, ein Barangebot in gleicher Höhe zu machen[1214]. Dies gilt auch dann, wenn das Tauschangebot einen höheren Wert aufweist als das Barangebot und daher die Best-Price-Regel nicht direkt zur Anwendung kommt. In diesen Fällen ergibt sich der Anspruch der Aktionäre direkt aus dem Gleichbehandlungsprinzip, da ein Barangebot für die Aktionäre häufig wesentlich besser ist, als ein Tauschangebot, weil es ihnen ermöglicht, sich vollständig von der Zielgesellschaft und vom Anbieter zu trennen.

4.3.5 Anwendung der Best-Price-Regel auf Angebote mit variablem Preis

Ähnliche Probleme wie bei Tauschangeboten ergeben sich bei Angeboten[1215] für Beteiligungsgesellschaften, wenn der Angebotspreis von der Entwicklung des Net Asset Value (NAV) der Zielgesellschaft abhängig gemacht wird, da der Angebotspreis in diesen Fällen entsprechend der Entwicklung des NAV während der Angebotsfrist schwankt. Kauft der Anbieter oder eine Person, die in Absprache mit dem Anbieter handelt, Aktien ausserhalb des Angebotes, so muss daher für die Anwendung der Best-Price-Regel der Wert des Angebotes aufgrund des am Datum des Kaufs geltenden NAV berechnet werden.[1216].

Da sich der Angebotspreis auch bei Angeboten mit Verwässerungsklauseln[1217] während der Laufzeit des Angebotes ändern kann, muss bei diesen Angeboten

---

1213 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.7.3); Empfehlung der UEK vom 22. September 2005 i.S. Leica (E.3.1.2); Empfehlung der UEK vom 3. Juli 2000 i.S. Esec (E.5); vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2002 i.S. Cementia (E.5); betreffend Sechs-Monats-Frist: vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E.5.2); Aregger (2005), S. 108; Unabhängig von der Wertentwicklung der zum Tausch angebotenen Titel kann der Anbieter bei einem Tauschangebot auch während der Sechs-Monats-Frist diese Titel gegen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft in dem im Angebot vorgesehenen Verhältnis tauschen. Empfehlung der UEK vom 3. Oktober 2005 i.S. Leica (E.2).

1214 Mitteilung Nr. 4 der UEK vom 9. Februar 2009; Thévenoz (2009), S. 37; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 93, lehnen diese Regelung ab; m.E. ist diese aber gerechtfertigt, da die Barabgeltung für viele Aktionäre einen höheren Stellenwert hat, als der Tausch, da ein späterer Verkauf der im Tausch erworbenen Effekten zum Angebotspreis oft nicht möglich ist.

1215 Wie in Ziff. III.D.2.2 dargestellt, kann der Angebotspreis bei öffentlichen Angeboten für Beteiligungsgesellschaften als Prozentsatz des NAV der betreffenden Gesellschaft definiert werden.

1216 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. April 2000 i.S. India Investment (E.5); Empfehlung der UEK vom 24. Januar 2002 i.S. Sopafin (E.6).

1217 Wie in Ziff. III.D.2.3 dargestellt, können bei Barangeboten Verwässerungsklauseln aufgenommen werden, die zu einer Preissenkung führen, wenn eine Dividende bezahlt oder eine Kapitalmarkttransaktion mit Verwässerungseffekt durchgeführt wird.

für die Anwendung der Best-Price-Regel darauf abgestellt werden, ob am Datum der massgeblichen Transaktion bereits eine Verwässerung eingetreten ist, die zur Preissenkung berechtigt[1218]. Senkt der Anbieter den Angebotspreis in Anwendung der Verwässerungsklauseln tatsächlich, so gilt dieser neue Preis von diesem Zeitpunkt an als Referenzpreis für die Best-Price-Regel[1219].

Auch bei Angeboten mit variablem Preis und Verwässerungsklauseln wird der massgebende Preis am Datum, an dem das Angebot vollzogen wird, fixiert; der in diesem Zeitpunkt errechnete Wert des Angebotes gilt dann als Referenzpreis für die Anwendung der Best-Price-Regel in den folgenden sechs Monaten[1220].

4.3.6 Anwendung der Best-Price-Regel bei späteren Fusionen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft

Die Best-Price-Regel kommt nicht nur zur Anwendung, wenn der Anbieter nach Abschluss des öffentlichen Angebotes Aktien der Zielgesellschaft kauft, sondern auch dann, wenn er oder eine Gesellschaft, die in Absprache mit dem Anbieter handelt, mit der Zielgesellschaft fusioniert und die noch vorhandenen Drittaktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen dieser Fusion Beteiligungspapiere oder andere Leistungen der übernehmenden Gesellschaft erhalten[1221]. Bei einer Fusion werden zwar die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft nicht vom Anbieter bzw. von der Gesellschaft, mit der die Zielgesellschaft fusioniert, erworben, sondern gehen unter und werden durch Beteiligungspapiere der übernehmenden Gesellschaft ersetzt werden. Dennoch ist die Anwendung der Best-Price-Regel auf derartige Transaktionen m.E. sachgerecht, da sich eine Fusion in wirtschaftlicher Hinsicht genau gleich auswirkt wie ein Tauschangebot. Für die Beurteilung, ob die Best-Price-Regel durch eine nachfolgende Fusion verletzt wird, ist der Wert der Beteiligungspapiere der übernehmenden Gesellschaft massgebend, welche die Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen der Fusion für ihre Beteiligungspapiere erhalten, wobei in der Praxis auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor der Unterzeichnung des Fusionsvertrages abgestellt wird[1222]. Sofern es nach der Fusion zu einer Überprüfungsklage kommt, die zu einer Ausgleichszahlung führt, sollte diese im Rahmen der Best-Price-Regel nicht berücksichtigt werden, da die Ungleichbehandlung bzw. der höhere Gegenwert, den die Aktionäre in der Fusion erhalten, nicht auf einen Entscheid

---

1218 Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel (E.1.3).

1219 Verzichtet der Anbieter auf eine entsprechende Senkung seines Angebotspreises, so bleibt selbstverständlich auch der Referenzpreis für die Best-Price-Regel unverändert.

1220 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 216.

1221 Empfehlung der UEK vom 9. März 2004 i.S. Maag; im konkreten Fall machte SPS zunächst ein öffentliches Angebot für Maag und fusionierte nach Ablauf der Nachfrist mit Maag; Margiotta/Chabloz (2005), S. 206; Reutter/Hoch Classen (2008), S. 395.

1222 Analoge Anwendung von Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK; Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Maag.

des Anbieters zurückzuführen ist, sondern auf die Anwendung von Regeln, die ausserhalb seines Einflussbereiches liegen[1223].

4.3.7 Geltung der Best-Price-Regel für Personen, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln

Die Best-Price-Regel gilt gemäss Art. 12 Abs. 1 lit. b UEV nicht nur für den Anbieter selbst, sondern auch für alle Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln[1224], da diese Personen gemäss Art. 24 Abs. 3 BEHG die gleichen Pflichten haben wie der Anbieter selbst[1225]. Daher können Käufe dieser Personen dazu führen, dass sich der Preis, den der Anbieter zu zahlen hat, erhöht[1226]. Um dieses Risiko zu vermeiden, muss der Anbieter daher in seinen Vereinbarungen mit den Personen, die in gemeinsamer Absprache mit ihm handeln, sicherstellen, dass diese die Best-Price-Regel einhalten und keine Aktien zu Preisen kaufen, die über dem Angebotspreis liegen[1227]. Da die Zielgesellschaft von dem Zeitpunkt an, in dem sie mit dem Anbieter eine Transaktionsvereinbarung abschliesst oder vom Anbieter beherrscht wird, ebenfalls zum Kreis der Personen gehört, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln[1228], muss eine derartige Bestimmung auch immer in die Transaktionsvereinbarung zwischen Übernehmer und Zielgesellschaft aufgenommen werden[1229].

Soweit die Zielgesellschaft in die Best-Price-Verpflichtung einbezogen wird, kann sie bei der Übernahmekommission aus wichtigen Gründen eine Ausnahme beantragen, falls die Anwendung der Best-Price-Regel die Zielgesellschaft bei ihrer Geschäftstätigkeit oder bei der Erfüllung ihrer Verpflichtungen hindert. Eine derartige Ausnahme wird allerdings nur gewährt, wenn die Zielgesellschaft aus rechtlichen oder ökonomischen Gründen zwingend darauf angewiesen ist, eigene Aktien zu kaufen, um z.B. bereits ausgegebene Optionen abzusichern oder bestehende Verpflichtungen zur Lieferung von Mitarbeiter-

---

1223 Reutter/Hoch Classen (2008), S. 398 ff.

1224 Zum Begriff Ziff. III.F.3.2.

1225 Hofstetter (1998c), S. 290; Tschäni (2004a), S. 213; Schären (2008), S. 453; Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel (E.1.1.2); Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.6.1).

1226 Die Personen, welche durch ihre Käufe die Anwendung der Best-Price-Regel auslösen, haben allerdings keine persönliche Haftung für die entsprechende Erhöhung des Angebotspreises. Diese Pflicht trifft nur den Anbieter selbst. Kritisch zu diesem Risiko: Romerio (2005), S. 39.

1227 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 212.

1228 Zur Geltung der Best-Price-Regeln für die Zielgesellschaft nach Abschluss einer Transaktionsvereinbarung: Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.6.1); Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Oktober 1999 i.S. TAG Heuer (E.3); Empfehlung der UEK vom 12. Juli 2000 i.S. India Investment (E.2.2); von der Crone (2000b), S. 166. Probleme können sich vor allem auch ergeben, wenn die Zielgesellschaft parallel zum Angebot Mitarbeiteroptionen zurückkauft. Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.4); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 17 zu Art. 24 BEHG.

1229 Vgl. dazu Ziff. III.K.7.3.1.12.

aktien zu erfüllen[1230]. Der Wunsch der Zielgesellschaft, auch während der Angebotsfrist das Market Making in den eigenen Titeln weiterzuführen oder eigene Aktien für die von der Zielgesellschaft geführten Fonds zu kaufen, rechtfertigt dagegen keine Ausnahme[1231].

4.3.8 Überwachung der Best-Price-Regel und Folgen einer Verletzung

Die Einhaltung der Best-Price-Regel wird durch folgende Instrumente überwacht:

- Gemäss Art. 38 UEV unterstehen der Anbieter und Personen, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln, einer verschärften Meldepflicht und müssen alle Transaktionen in den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft täglich an die Übernahmekommission melden[1232]. Aufgrund dieser Transaktionsmeldungen kann die Übernahmekommission laufend überprüfen, welche Preise von diesen Personen bezahlt werden[1233]. Soweit die Übernahmekommission aufgrund einer Meldung Fragen zu Nebenabreden hat, die allenfalls geldwerte Leistungen darstellen, kann sie auch die Edition der Verträge verlangen, die den entsprechenden Transaktionen zugrunde liegen[1234].

- Die Prüfstelle ist gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV verpflichtet, die Einhaltung der Best-Price-Regel zu kontrollieren, und muss die Übernahmekommission auf alle Verletzungen aufmerksam machen, die sie feststellt[1235].

Die Verletzung der Best-Price-Regel führt gemäss Art. 10 Abs. 1 UEV dazu, dass der Anbieter verpflichtet ist, sämtlichen Aktionären der Zielgesellschaft den höheren Preis anzubieten, d.h. auch denjenigen Aktionären, die das Angebot bereits angenommen haben[1236]. Sofern sich das Angebot auf mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft bezieht und der Anbieter bzw. Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, Beteiligungspapiere einer Kategorie zu einem Preis kaufen, der über dem Angebotspreis für diese Kategorie liegt, so wirkt sich dies auf die Preise aller Beteiligungspapiere aus. In diesem Fall müssen die Preise für die anderen Kategorien auf-

---

1230 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.6.2 ff.). Die Transaktionen, die eine Zielgesellschaft im Rahmen ihrer normalen Tätigkeit für Dritte ausführt, werden nicht erfasst, da sie bei derartigen Transaktionen in Bezug auf die betreffenden Beteiligungspapiere gar keine wirtschaftliche Berechtigung erwirbt, Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Sarasin (E.5).

1231 Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.5).

1232 Dazu im Einzelnen Ziff. III.G.2.

1233 Reutter/Hoch Classen (2008), S. 387.

1234 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG.

1235 Verfügung 378/02 der UEK vom 20. Januar 2009 i.S. Speedel, wo die Prüfstelle die Bewertung von Mitarbeiteroptionen, welche die Zielgesellschaft parallel zum öffentlichen Angebot erwarb, prüfte; Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.6.2); Reutter/Hoch Classen (2008), S. 387; Schären (2008), S. 450.

1236 Schären (2008), S. 454.

grund des im Angebot vorgesehenen Verhältnisses zwischen den Preisen der einzelnen Kategorien neu berechnet werden, sodass sich die Preise für alle Kategorien um den gleichen Prozentsatz erhöhen. Das Gleiche gilt auch, wenn es, wie in Ziff. III.D.4.3.3 erwähnt, zu einer Verletzung der Best-Price-Regel kommt, weil der Anbieter oder eine Person, die in Ansprache mit dem Anbieter handelt, Beteiligungspapiere einer Kategorie kauft, die nicht vom Angebot erfasst wird, und dafür einen Preis zahlt, der über dem Angebotspreis liegt.

Der Anbieter muss die Erhöhung des Angebotspreises in einem Nachtrag zu seinem Prospekt veröffentlichen und diesen Preis beim Vollzug des Angebotes auszahlen[1237]. Sofern die Best-Price-Regel nach dem Vollzug des Angebotes, d.h. während der nachlaufenden Sechs-Monats-Frist, verletzt wird, muss der Anbieter sämtlichen Aktionären, die das Angebot angenommen haben, eine entsprechende Zusatzzahlung leisten. Zusätzlich muss der Anbieter aber auch allen anderen Aktionären, die am Ende der Nachfrist Aktien der Zielgesellschaft hielten, ein Angebot zum neuen Preis machen, indem er ein „Nachtragsangebot" publiziert, das den gleichen Bedingungen untersteht wie das ursprüngliche Angebot, aber den neuen Preis vorsieht[1238].

4.4 Die relative Gleichbehandlung bei verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren

Sofern sich das Angebot auf verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren[1239] bezieht, muss der Anbieter gemäss Art. 9 Abs. 3 UEV die Preise für die einzelnen Kategorien so definieren, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen, um so die relative Gleichbehandlung[1240] zwischen den Kategorien sicherzustellen[1241]. Dies bedeutet, dass die Preisdifferenzen zwischen den einzelnen Kategorien die unterschiedliche Rechtsposition dieser Kategorien (z.B. erhöhtes Stimmrecht bei Stimmrechtsaktien oder verstärkte Vermögensrechte bei Vorzugsaktien) widerspiegeln müssen, wozu diese unterschiedlichen Rechtspositionen bewertet werden müssen[1242]. Als Grundlage für eine derartige Bewertung dienen primär die historischen Börsenbewertungen[1243], da sie die Marktbewertung der mit den einzelnen Kategorien verbundenen Rech-

---

1237 III.F.6.1.

1238 Verfügung der EBK vom 20. Dezember 2007 i.S. Laxey (E.24 ff.); Schären (2008), S. 454.

1239 Das Gleichbehandlungsgebot erstreckt sich gemäss Art. 10 Abs. 2 UEV auch auf nicht-kotierte Beteiligungspapiere sowie Optionen, sofern sich das Angebot auch auf diese bezieht; Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding (E.3), Empfehlung vom 28. November 2005, i.S. Montreux-Palace (E.3); Tschäni (2003a), S. 349.

1240 Beteiligungspapiere mit unterschiedlichen Rechten sind nach dem Massstab dieser Unterschiede ungleich zu behandeln.

1241 Empfehlung der UEK vom 4. Dezember 2006 i.S. Mövenpick (E.4.1); Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.3.1); von der Crone (2000b), S. 168; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 172 ff.; Schären (2008), S. 450.

1242 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 20 zu Art. 24 BEHG.

1243 Z.B. der in der Vergangenheit festgestellte Unterschied in der Bewertung von Stimmrechts- und Stammaktien.

te widerspiegeln[1244]. Können für die Bewertung einzelner Kategorien keine Börsenkurse herangezogen werden, da kein liquider Markt besteht oder einzelne der in Frage stehenden Kategorien von Beteiligungspapieren gar nicht kotiert sind, so kann die Bewertung aufgrund der Nennwertverhältnisse vorgenommen werden[1245], wobei allerding auch in dieser Situation Unterschiede in den Rechten der einzelnen Kategorien berücksichtigt werden müssen, wenn diese bewertungsrelevant sind, was eine analytische Bewertung dieser Rechte notwendig macht.[1246].

Damit die Aktionäre der Zielgesellschaft nachvollziehen können, ob der Grundsatz der relativen Gleichbehandlung unterschiedlicher Aktienkategorien eingehalten worden ist, müssen die Grundlagen und Berechnungsmethoden, die zur unterschiedlichen Bewertung einzelner Aktienkategorien geführt haben, im Angebotsprospekt offengelegt werden[1247]. Diese Bewertung wird gemäss Art. 22 Abs. 2 UEV von der Prüfstelle auf Angemessenheit geprüft[1248]. Die Übernahmekommission beschränkt sich bei ihrer Prüfung des Angebotsprospektes dagegen darauf, die Plausibilität der Preisdifferenzierung zu überprüfen, und setzt dementsprechend nicht ihr Ermessen an die Stelle des Anbieters bzw. der Prüfstelle[1249]. Dementsprechend greift sie nur dann ein, wenn sich die vom Anbieter angewandte Bewertungsmethode zur Differenzierung der einzelnen Preise als unhaltbar erweist[1250].

Die vorne dargestellten Pflichten zur relativen Gleichbehandlung gelten auch für Finanzinstrumente einschliesslich Mitarbeiteroptionen[1251], soweit diese in

---

1244 Die UEK geht davon aus, dass bei liquidem Handel grundsätzlich auf die historischen Börsenkurse abgestellt werden muss, da diese mindestens nach der Theorie des effizienten Marktes die „richtige" Bewertung der unterschiedlichen Rechte ergeben; Empfehlung der UEK vom 4. Dezember 2006 i.S. Mövenpick (E.4.3); Empfehlung der UEK vom 18. Mai 1999 i.S. Brauerei Haldengut (E.3); im konkreten Fall ging es um die Bewertung von Inhaber- und Namenaktien; vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 1999 i.S. Calanda Bräu (E.3). Vgl. von der Crone (2000b), S. 169; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 172 ff.; Iffland/Vaisy (2000), S. 135 f. Gemäss Mitteilung Nr. 2 der UEK vom 3. September 2007 gilt der Handel in einem Titel als illiquid, wenn er während einer Periode von 60 Börsentagen vor der Publikation des Angebotes oder der Voranmeldung nicht an mindestens 30 Tagen gehandelt wird. Selbst wenn diese Bedingungen eingehalten sind, kann die EBK den Handel in einem Titel als illiquid betrachten, wenn die Handelsvolumen gering sind.

1245 Vgl. Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding (E.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 2003 i.S. Gétaz Romang (E.4); Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2002 i.S. Cementia Holding (E.3); Empfehlung der UEK vom 4. Februar 2002 i.S. Netstal (E.5.2); Tschäni/Iffland (2002), S. 145; vgl. aber von der Crone (2000b), S. 169, der die Bewertung aufgrund der Nominalwerte nicht als sachgerecht betrachtet, falls die einzelnen Kategorien Unterschiede aufweisen, die einen Einfluss auf den Wert haben.

1246 Vgl. von der Crone (2000b), S. 169.

1247 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2001 i.S. Montreux-Palace (E.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding (E.3); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 172 ff.

1248 Empfehlung der UEK vom 4. Dezember 2006 i.S. Mövenpick (E.4.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 111.

1249 Empfehlung der UEK i.S. Unilabs vom 22. August 2007 (E.3.2).

1250 Empfehlung der UEK vom 4. Dezember 2006 i.S. Mövenpick (E.4.2); Empfehlung der UEK vom 18. Mai 1999 i.S. Haldengut (E.3).

1251 Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2006, i.S. Berna (E.1.4.1); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 105,111.

ein Übernahmeangebot einbezogen werden[1252]. Auch bei Finanzinstrumenten muss die entsprechende Bewertung primär auf den Marktpreisen basieren, die vor dem Angebot erzielt worden sind. Aufgrund dieser Preise können die nach anerkannten Bewertungsmethoden[1253] relevanten Bewertungsparameter berechnet werden, was es dann ermöglicht, aufgrund des Angebotspreises den richtigen Preis des betreffenden Finanzinstrumentes zu berechnen[1254]. Sofern Finanzinstrumente nicht gehandelt werden, wie z.B. Mitarbeiteroptionen, muss die Bewertung von vornherein aufgrund einer Bewertungsformel vorgenommen werden; die für die Bewertung notwendigen Parameter können in diesen Fällen von tatsächlich gehandelten Derivaten abgeleitet werden, um den Bezug zum Markt herzustellen[1255]. Gerade bei der Bewertung von Mitarbeiteroptionen können sich in der Praxis Probleme ergeben, wenn ein Anbieter zur Motivation der Mitarbeiter der Zielgesellschaft eine „grosszügige" Abgeltung der Mitarbeiteroptionen vorsieht, da sich dies entweder nach dem Prinzip der relativen Gleichbehandlung oder der Best-Price-Regel auf die Angebotspreise der anderen Beteiligungspapiere auswirken kann[1256]. Daher empfiehlt es sich, die Bewertung von Mitarbeiteroptionen vorgängig mit der Übernahmekommission abzusprechen[1257].

4.5 Prüfung der Gleichbehandlung durch die Prüfstelle

Die Prüfstelle hat gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. b UEV vor der Veröffentlichung des Angebotes zu prüfen, ob das Gleichbehandlungsprinzip gewahrt wurde, d.h., ob alle Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen des Angebotes den gleichen Preis erhalten und zu den gleichen Bedingungen verkaufen können. Bezieht sich ein Angebot auf mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft, so muss die Prüfstelle insbesondere auch prüfen, ob das Gebot der relativen Gleichbehandlung zwischen den verschiedenen Kategorien gewahrt wurde[1258]. Zu diesem Zweck muss sie die vom Anbieter vorgenommene Differenzierung zwischen den einzelnen Aktienkategorien und die

---

1252 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group; Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (E.1.3); Tschäni (2003a), S. 350.

1253 Insbesondere Black Scholes Formel vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E.5.2.5); Helbling (2003), S. 147.

1254 Vgl. zur Bewertung von Optionen Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 105.

1255 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E.5.2.2): Im konkreten Fall wurden die Mitarbeiteroptionen, die „in the money" lagen, zum inneren Wert abgegolten, während bei den Optionen, die „out of the money" lagen, nach der Black Scholes Formula ein Optionswert berechnet wurde, der auf der historischen Volatilität der Serono-Aktien beruhte.

1256 Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.5); Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 18. August 2000 i.S. Alusuisse (E.2); Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas; Tschäni/Iffland (2002), S. 145; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 172 ff.

1257 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2006 i.S. Berna, wo Berna und Crucell gemeinsam einen entsprechenden Antrag stellen.

1258 Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.3.2); von der Crone (2000b), S. 168 f.

Bewertung unterschiedlicher Rechte nachvollziehen und die entsprechenden Berechnungen prüfen[1259].

Da die Prüfstelle im Weiteren gemäss Art. 28 UEV zu prüfen hat, ob das Angebot ordnungsgemäss abgewickelt worden ist, muss sie auch überprüfen, ob die Best-Price-Regel während der Abwicklung des Angebotes eingehalten wurde, d.h., ob einzelnen Aktionären der Zielgesellschaft zusätzliche Leistungen erbracht bzw. höhere Preise bezahlt worden sind[1260]. Diese Prüfung wird dadurch ermöglicht, dass der Anbieter und die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, alle Transaktionen, die sie bezüglich der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft tätigen, täglich der Übernahmekommission melden müssen und die Prüfstelle Einsicht in diese Unterlagen erhält[1261].

5. Finanzierung des Angebotes / Bereitstellung der zum Tausch angebotenen Effekten

Wenn ein Anbieter ein Angebot macht, muss dessen Durchführung gesichert sein, sodass sich die Aktionäre der Zielgesellschaft darauf verlassen können, dass das Angebot auch tatsächlich vollzogen wird, falls es gültig zustande kommt.

5.1 Finanzierung von Barangeboten

Bei einem Barangebot muss der Anbieter im Zeitpunkt, in dem er das Angebot publiziert, die Zahlung des Angebotspreises dadurch gesichert haben, dass er über genügend flüssige Mittel oder aber über entsprechende Kreditzusagen von Banken verfügt[1262]. Diese Kreditzusagen müssen für die gesamte mögliche Angebotsdauer gelten und dürfen auch nicht weitergehenden Bedingungen unterworfen sein als das Angebot selbst, da andernfalls das Angebot nicht in jedem Fall finanziert wäre. Die Finanzierung muss gemäss Art. 20 Abs. 1 UEV im Angebotsprospekt beschrieben und auch von der Prüfstelle geprüft werden[1263].

5.2 Bereitstellung von Titeln zum Tausch

Bei einem Tauschangebot müssen die zum Tausch angebotenen Effekten im Zeitpunkt des Angebotes existieren und für das Tauschangebot tatsächlich zur Verfügung stehen, was von der Prüfstelle gemäss Art. 20 Abs. 2 UEV wie die Finanzierung eines Barangebotes geprüft werden muss. Soweit allerdings für die Schaffung der für den Umtausch notwendigen Wertpapiere gesellschafts-

---

1259 Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.3.2); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 174.

1260 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.6.2); Reutter/Hoch Classen (2008), S. 387; vgl. auch Verfügung 378/02 der UEK vom 20. Januar 2009 i.S. Speedel, die Prüfstelle prüfte in diesem Fall, ob das Gleichbehandlungsgebot dadurch verletzt worden war, dass die Zielgesellschaft parallel zum Kauf von Aktien Mitarbeiteroptionen erwarb und bewertete zu diesem Zweck die betreffenden Optionen.

1261 Dazu im Einzelnen Ziff. III.F.3.5 hinten.

1262 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.8).

1263 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.8.1); Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 94.

rechtliche Handlungen vorgenommen werden müssen, die der Verwaltungsrat des Anbieters nicht allein vornehmen kann, weil z.B. ein Beschluss der Generalversammlung notwendig ist, kann der Anbieter das Tauschangebot unterbreiten, bevor die entsprechenden Schritte zur Schaffung der zum Tausch angebotenen Titel durchgeführt worden sind[1264]. In diesem Fall muss das Angebot aber unter die Bedingung gestellt werden, dass die Generalversammlung des Anbieters einen Kapitalerhöhungsbeschluss fasst, um die notwendigen Aktien zu schaffen[1265]. Die Prüfstelle muss in diesem Falle gemäss Art. 20 Abs. 2 UEV-bestätigen, dass der Anbieter alle Massnahmen, die zur Schaffung der betreffenden Aktien notwendig sind, eingeleitet hat, d.h. eine Generalversammlung einberufen und dieser die entsprechenden Anträge gestellt hat.

6. Bedingungen

Gemäss Art. 13 UEV kann ein Angebot an Bedingungen geknüpft werden, sofern der Anbieter ein begründetes Interesse an der betreffenden Bedingung hat und der Anbieter deren Eintritt selbst nicht massgeblich beeinflussen kann[1266]. Grundsätzlich muss der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist bekannt geben, ob die Bedingungen des Angebotes erfüllt worden sind und das Angebot dementsprechend zustande gekommen ist. Mit Zustimmung der Übernahmekommission kann das Angebot aber auch Bedingungen geknüpft werden, die erst nach Ablauf der Angebotsfrist erfüllt werden, was zu einer entsprechenden Verzögerung der Abwicklung führt[1267].

Der Anbieter kann durch die Formulierung geeigneter Bedingungen insbesondere verhindern, dass er Aktien übernehmen muss, wenn er aufgrund der geringen Anzahl angedienter Aktien oder aus anderen Gründen trotz des Angebotes die Beherrschung über die Zielgesellschaft nicht erreichen kann[1268]. Die Möglichkeit, ein Angebot von Bedingungen abhängig zu machen, mildert aber auch den Grundsatz, dass ein Anbieter sein Angebot nach Publikation des Angebotsprospektes bzw. der Voranmeldung unabhängig von der Entwicklung der Zielgesellschaft und der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen weder ändern noch zurückziehen kann. Eine sachgerechte Ausgestaltung der Bedingungen ermöglicht nämlich den Rückzug des Angebotes, falls es während der Angebotsfrist innerhalb der Zielgesellschaft zu massiven Änderungen kommt oder sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen durch unvorhergesehene Ereignisse so stark verändern, dass die Übernahme zum Angebotspreis aus ökonomischer Sicht keinen Sinn mehr macht[1269].

1264 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.9.3).

1265 Vgl. dazu vorne Ziff. III.D.6.1.2.8.

1266 Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.5.2).

1267 Vgl. zur Unterscheidung zwischen aufschiebenden und auflösenden Bedingungen in der Terminologie des Börsenrechtes Ziff. III.D.6.3 hinten.

1268 Vgl. Tschäni/Oertle, BSK, N. 8 zu Art. 28 BEHG; Schärer/Aregger (2003), S. 156.

1269 Vgl. zu den Motiven für Bedingungen Reutter (2002), S. 83 ff.; vgl. Schärer (2005), S. 72.

Für die Aktionäre der Zielgesellschaft hat die Unterstellung eines Angebotes unter eine oder mehrere Bedingungen die Konsequenz, dass nach Annahme des Angebotes ein „Schwebezustand“ entsteht, da die Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, und der Anbieter zwar eine verbindliche Vereinbarung über den Kauf bzw. Verkauf von Beteiligungspapieren geschlossen haben, Gültigkeit und Vollzug dieser Vereinbarung aber von einem ungewissen Ereignis abhängen[1270]. Diese Zeit der Ungewissheit endet normalerweise im Zeitpunkt der Bekanntgabe des Zwischenergebnisses nach Ablauf der Angebotsfrist, kann aber wesentlich länger dauern, wenn die Übernahmekommission erlaubt, dass gewisse Bedingungen über die Annahmefrist hinaus gelten können[1271].

6.1 Zulässige Bedingungen

6.1.1 Die massgebenden Grundsätze aus der Praxis der Übernahmekommission

Die Übernahmekommission analysiert bei der Prüfung des Angebotsprospektes immer, ob die Bedingungen, unter denen das Angebot steht, nach den Vorschriften des Börsenrechtes zulässig sind. Sie hat dabei auf der Basis von Art. 13 UEV Kriterien entwickelt, nach denen sie die Zulässigkeit dieser Bedingungen prüft[1272]:

6.1.1.1 Die Bedingung muss im Zusammenhang mit dem Angebot stehen und darf nicht Risiken aus der Sphäre des Anbieters abdecken

Aus dem Erfodernis, dass der Anbieter ein berechtigtes Interesse an der betreffenden Bedingung haben muss[1273], ergibt sich, dass sich eine Bedingung nur auf Tatsachen beziehen darf, die in einem inneren Zusammenhang mit dem Angebot stehen. Sie müssen sich daher auf die Übernahme der Kontrolle über die Zielgesellschaft, den reibungslosen Vollzug des Angebotes oder auf Veränderungen der Zielgesellschaft während der Angebotsfrist beziehen. Sachverhalte, die keinen sachlichen Zusammenhang mit dem Angebot haben bzw. für dieses nicht wesentlich sind, können dagegen nicht zu Bedingungen für das Angebot erhoben werden[1274]. Überdies darf eine Bedingung auch nicht Risiken absichern, die zur Risikosphäre des Anbieters selbst gehören, da der Anbieter durch die Formulierung der Bedingungen das auf seiner Seite vorhandene Transaktionsrisiko nicht auf die Aktionäre der Zielgesellschaft überwälzen darf. In diesem Sinne ist es nach der Praxis der Übernahmekommission nicht möglich, ein Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass die Zielge-

---

1270 Vgl. dazu Reutter (2002), S. 112 ff.; vgl. Schärer, Bedingungen, S. 73.

1271 Vgl. Reutter (2002), S. 164 ff.;, dazu im Einzelnen Ziff. D.6.3.3.

1272 Vgl. zu den Schranken, die sich für Bedingungen aus dem Obligationenrecht und aus allgemeinen Rechtsgrundsätzen ergeben: Reutter (2002), S. 144.

1273 Art. 13 Abs. 1 UEV.

1274 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.3.4).

sellschaft sich an die Transaktionsvereinbarung hält, andere Drittparteien ihre Verträge mit dem Anbieter einhalten oder Kreditzusagen erfüllt werden[1275]. Dies führt dazu, dass der Anbieter selbst für die Durchsetzung dieser Verträge sorgen muss und im Falle einer Vertragsverletzung das Angebot nicht zurückziehen kann.

6.1.1.2 Die Erfüllung der Bedingung darf nicht in wesentlichem Umfang vom Verhalten des Anbieters selbst abhängen

Ein Übernahmeangebot kann gemäss Art. 13 Abs. 2 UEV nur unter Bedingungen gestellt werden, deren Eintritt primär von Drittfaktoren abhängt[1276]. Bedingungen, deren Eintritt massgeblich vom Anbieter beeinflusst werden bzw. Potestativbedingungen, sind dagegen unzulässig, da der Anbieter sonst durch ein entsprechendes Verhalten das Angebot faktisch zurückziehen könnte, was dem bindenden Charakter öffentlicher Angebote widerspräche[1277].

Hängt der Eintritt einer Bedingung zwar in erster Linie von Drittfaktoren ab, hat der Anbieter aber dennoch gewisse Möglichkeiten, den Eintritt der betreffenden Bedingung zu beeinflussen, so müssen der Anbieter selbst und die Personen, die in Absprache mit ihm handeln, gemäss Art. 13 Abs. 3 UEV alle ihnen zumutbaren Massnahmen ergreifen, um den Eintritt der Bedingung sicherzustellen[1278]. In diesem Sinne muss der Verwaltungsrat des Anbieters beispielsweise bei einem Tauschangebot, das unter der Bedingung steht, dass die Generalversammlung des Anbieters die für den Tausch erforderlichen Aktien schafft, alle notwendigen Anstrengungen unternehmen, um den Eintritt dieser Bedingung zu fördern, und dementsprechend eine Generalversammlung einberufen, die notwendigen Anträge stellen und diese auch unterstützen[1279]. Das Gleiche gilt auch, wenn ein Angebot unter der Bedingung steht, dass die zuständigen Kartellbehörden die für den Vollzug der Transaktion notwendigen Bewilligungen erteilen; in diesem Fall muss der Anbieter die entsprechenden Anträge stellen und den betreffenden Behörden sämtliche Informationen und Unterlagen liefern, die für ein erfolgreiches Verfahren notwendig sind.

Die Pflicht des Anbieters, den Eintritt von Bedingungen herbeizuführen, entfällt allerdings, wenn die zu diesem Zweck notwendigen Handlungen für den

---

1275 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.7.6.2); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 34 zu Art. 28 BEHG.

1276 Wey/Huber (2001), S. 148; Gehrer (2002), S. 480; von der Crone (2000b), S. 171; vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.3.2a); Tschäni/Iffland (2002), S. 150; Reutter (2002), S. 172.

1277 Vgl. Reutter (2002), S. 172. Tschäni/Iffland/Diem (2002), S. 123; handelt es sich beim Anbieter um eine Publikumsgesellschaft, so betrachtet die UEK Bedingungen, welche auf einen Entscheid der Generalversammlung des Anbieters abstellen, nicht als Potestativbedingungen; bei diesen Gesellschaften liegt eine Potestativbedingung dementsprechend nur vor, wenn die Bedingung von einer Handlung der Leitungsorgane des Anbieters abhängt. Von diesen wird allerdings verlangt, dass sie die Voraussetzungen für einen positiven Entscheid der Generalversammlung schaffen.

1278 Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.4.3.2); Empfehlung der UEK vom 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.5.2.4); vgl. Tschäni/Oertl, BSK, N. 8 zu Art. 28 BEHG; Wey/Huber (2001), S. 148 f.; Schleiffer (2004), S. 105; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 180; Reutter (2002), S. 121 f.

1279 Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.4).

Anbieter unzumutbar sind[1280]. Die Frage, welche Handlungen unzumutbar sind, muss in einer Abwägung der Interessen des Anbieters, der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre entschieden werden, wobei auch auf die Rechtssprechung zur Auslegung des Zumutbarkeitsbegriffes im Obligationenrecht zurückgegriffen werden kann[1281]. Unzumutbar sind dementsprechend nur Massnahmen, welche im Zeitpunkt der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung unvorhersehbar waren und den wirtschaftlichen Zweck der Übernahme vereiteln oder aber zu derart hohen Unkosten führen, dass die Gesamtkosten der Übernahme[1282] wesentlich ansteigen.

Die Frage der Zumutbarkeit stellt sich meistens im Zusammenhang mit der Einholung kartellrechtlicher Bewilligungen, da die zuständigen Behörden die Erteilung dieser Bewilligungen vom Verkauf eines Teilbereichs des Anbieters bzw. der Zielgesellschaft oder von der Vergabe von Lizenzen an Dritte abhängig machen können. Wenn diese Auflagen derart weit gehen, dass die Übernahme ihren wirtschaftlichen Sinn verliert, weil die angestrebten Synergien aufgrund der notwendigen Verkäufe gar nicht mehr realisiert werden können, kann der Anbieter darauf verzichten, die Auflagen zu erfüllen, und sich darauf berufen, dass die betreffende Bedingung nicht erfüllt worden ist[1283]. Da die Grenze der Zumutbarkeit allerdings kein exakter Begriff ist, sollte der Anbieter in seinem Angebot bezüglich der Zumutbarkeit selbst Klarheit schaffen, indem er festhält, bis zu welchem Umsatz- bzw. EBITDA-Anteil er bereit ist, Veräusserungen vorzunehmen, und welche Kernbereiche des Unternehmens von Veräusserungen nicht betroffen sein dürfen. Derartige Bedingungen sind nach der Praxis der Übernahmekommission insoweit zulässig, als sie sich innerhalb der für Material-Adverse-Change-Klauseln zulässigen Grenzen bewegen[1284], da die Interessenlage in beiden Fällen für Anbieter und Aktionäre der Zielgesellschaft ähnlich ist.

Sollte ein Anbieter den Eintritt einer Bedingung, die er beeinflussen kann, verhindern oder die vorne dargestellten Verpflichtungen zur Förderung des Eintritts der Bedingung vernachlässigen, so gilt die betreffende Bedingung gemäss Art. 156 OR als erfüllt[1285], sodass der Anbieter gezwungen ist, das Angebot abzuwickeln. Kommt der Anbieter dieser Pflicht nicht nach, so haben die betroffenen Aktionäre gemäss Art. 97 ff. OR einen Schadenersatzanspruch ge-

---

1280 Reutter (2002), S. 121; vgl. aber Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.3.2), wo die UEK davon ausging, dass jede Auflage erfüllt werden muss, wenn der Anbieter nicht ausdrücklich einen Vorbehalt macht und – wie oben dargestellt – die Grenze der Zumutbarkeit selber definiert.

1281 Z.B. Art. 257 f., 259 b, 260, 266 g und 377 OR; Tschäni/Oertle, BSK, (1. Aufl.), N. 8 zu Art. 28 BEHG.

1282 Angebotspreis zuzüglich der Transaktionskosten.

1283 Vgl. Reutter (2002), S. 121.

1284 Vgl. die Formulierung im Angebot der Sumida für Saia-Burgess (Bedingung F.) erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E.) sowie Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 143; Schärer (2005), S. 77.

1285 Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.3.2); Schärer (2005), S. 78.

genüber dem Anbieter in Höhe der Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem nach dem Wegfall des Angebotes gesunkenen Börsenkurs[1286].

6.1.1.3 Die Bedingung muss aufgrund einer realistischen Einschätzung erfüllbar sein

Nach der Praxis der Übernahmekommission sind Bedingungen nur zulässig, wenn sie aufgrund einer realistischen Einschätzung der Lage erfüllbar sind[1287]. Würden Bedingungen zugelassen, deren Erfüllung als unrealistisch erscheint, so würde die Gültigkeit des Angebotes nur vom Entscheid des Anbieters abhängen, auf die betreffende Bedingung zu verzichten, wodurch das Angebot indirekt unter eine unzulässige Potestativbedingung gestellt würde[1288]. Deswegen ist es insbesondere nicht zulässig, das Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass es für eine unrealistisch hohe Zahl von Aktien angenommen wird[1289].

6.1.1.4 Die Bedingung darf die Organe der Zielgesellschaft nicht zu unzulässigen Handlungen zwingen

Eine Bedingung darf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht zu Handlungen zwingen, die unzulässig sind, der aktienrechtlichen Kompetenzverteilung widersprechen oder den Verwaltungsrat dem Konflikt aussetzen, zwischen den Interessen der Gesellschaft und den finanziellen Interessen der Aktionäre zu wählen[1290]. In diesem Sinne sind insbesondere Bedingungen unzulässig, die vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verlangen, dass dieser Ausnahmen von der Vinkulierung bzw. einer statutarischen Stimmrechtsbeschränkungsklausel gewährt, oder ihn dazu zwingen, eine Due Diligence zuzulassen[1291].

6.1.1.5 Die Bedingung muss bestimmt formuliert sein

Die Bedingung muss in einer Weise formuliert sein, dass im massgebenden Zeitpunkt in unzweideutiger Weise festgestellt werden kann, ob sie erfüllt

---

1286 Vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Mai 1999 i.S. Calanda (E.6); Empfehlung der UEK vom 19. März 2001 i.S. Sulzer (E.7.2).

1287 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.7.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 123.

1288 Vgl. Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E.5.1); Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.4.3.2); vgl. die Aufforderung der UEK zur Präzisierung einer Bedingung in der Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.2.2); vgl. Reutter (2002), S. 129 ff.; Schärer/Aregger (2003), S. 155 f.; Gehrer (2002), S. 480; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 180.

1289 Vgl. Tschäni (2003a), S. 420 f.; eine Annahmequote von 98%, die zur Durchführung des Kraftloserklärungsverfahrens berechtigen würde, wird von der UEK normalerweise als unrealistisch hoch betrachtet und dementsprechend nicht als Bedingung zugelassen. Eine derartige Bedingung ist nur zulässig, wenn der Anbieter bereits vor dem Angebot einen sehr hohen Aktienbestand hält; vgl. Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E.5.2). Im konkreten Fall besass die Anbieterin bereits 96,9% des Aktienkapitals, sodass die Erreichung von 98% realistisch erschien. Eine Grenze von 50 oder auch von $66^2/_3$% ist aber auch dann zulässig, wenn der Anbieter vor der Übernahme keinerlei Aktien der Zielgesellschaft besitzt, da der Anbieter ein legitimes Interesse daran hat, dass er mit dem Übernahmeangebot tatsächlich die Stimmenmehrheit bzw. eine qualifizierte Mehrheit für die Beschlüsse gemäss Art. 704 OR erwirbt. Vgl. die Empfehlung der UEK vom 10. März 2005 i.S. Forbo (E.2.2).

1290 Reutter (2002), S. 160. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 124; Schärer (2005), S. 74.

1291 Im Einzelnen dazu Ziff. III.D.6.2.4.

worden ist[1292]. Mit diesem Erfordernis soll sichergestellt werden, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft am Ende der Angebotsfrist nachvollziehen können, ob das bedingte Angebot tatsächlich zustande gekommen ist und sie ihre Aktien dementsprechend verkauft haben oder ob das Angebot nicht zustande gekommen ist und sie deshalb weiterhin über ihre Aktien verfügen können. Aus dem Gebot, dass eine Bedingung bestimmt formuliert werden kann, lässt sich ableiten, dass unklar formulierte Bedingungen zulasten des Anbieters restriktiv auszulegen sind oder im Extremfall, in dem keine vernünftige Auslegung möglich ist, als nicht geschrieben gelten.

6.1.1.6 Die Zahl der Bedingungen darf nicht übermässig sein

Ein Angebot, das eine unübersehbare Vielzahl von Bedingungen enthält, erfüllt das Erfordernis der Transparenz nicht mehr, da es für den Aktionär der Zielgesellschaft unübersichtlich wird. Überdies nimmt auch die Wahrscheinlichkeit, dass ein Angebot mangels Erfüllung einer Bedingung dahinfällt, mit der Zahl der im Angebot aufgeführten Bedingungen zu. Eine grosse Anzahl von Bedingungen kann daher dazu führen, dass die Gültigkeit des Angebotes – wie bei einer Bedingung, deren Erfüllung unrealistisch ist – nur noch davon abhängt, ob der Anbieter auf die nicht erfüllten Bedingungen verzichtet. Damit würde die Gültigkeit des Angebotes von einer Willensentscheidung des Anbieters abhängen, d.h. einer unzulässigen Prostativbedingung unterworfen. Die Übernahmekommission hat deshalb bei der Beurteilung des Angebotes der Sumida für Saia-Burgess festgehalten, dass sie in Zukunft bei einer grossen Anzahl von Bedingungen die Streichung einzelner Bedingungen verlangen wird[1293].

6.1.2 Kasuistik

Nach der Praxis der Übernahmekommission sind heute insbesondere folgende Bedingungen zulässig[1294]:

6.1.2.1 Annahme des Übernahmeangebotes für eine Mindestzahl von Aktien

Meist wird ein öffentliches Angebot unter die Bedingung gestellt, dass es für eine Mindestzahl von Aktien angenommen wird[1295]. Üblich sind in der Praxis Grenzen von 50%[1296] bzw. 66⅔%[1297]. Die Übernahmekommission lässt derartige

---

1292 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.11.4); Schleiffer (2004), S. 82; von der Crone (2000b), S. 171; Tschäni/Iffland (2002), S. 149 f.; diese Einschränkung ergibt sich letztlich aus dem Transparenzgebot, Reutter (2002), S. 156 ff.

1293 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.1.2); Gerhard (2006), S. 220.

1294 Vgl. zur Praxis, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 43 ff.; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 181 f.

1295 Vgl. für ein Beispiel einer derartigen Klausel Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 128.

1296 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.2).

Bedingungen zu, da einerseits ein derartiger Stimmenanteil für die Beherrschung einer Gesellschaft notwendig und es andererseits im Normalfall auch realistisch ist, dass der Übernehmer einen derartigen Prozentsatz erreichen kann[1298]. Höhere Prozentsätze gelten dagegen als unrealistisch, weshalb sie nach den vorne dargestellten Grundsätzen unzulässig sind[1299]. Kann der Anbieter allerdings nachweisen, dass er selbst bereits eine grosse Anzahl Aktien besitzt oder ihm von Aktionären der Zielgesellschaft, die einen hohen Anteil an Aktien halten, die Annahme des Angebotes zugesagt worden ist, sind auch höhere Prozentsätze als Bedingung möglich[1300]. Wenn der Anbieter vor dem Angebot bereits einen sehr hohen Anteil an Aktien hat, kann ein Angebot sogar unter die Bedingung gestellt werden, dass der Anbieter den für das Kraftloserklärungsverfahren notwendigen Prozentsatz von 98% erreicht[1301].

Der Anbieter kann sich im Angebotsprospekt vorbehalten, den Prozentsatz einseitig zu senken, wenn der im Angebot genannte Prozentsatz nicht erreicht wird. Die Praxis zeigt, dass Anbieter gerade dann, wenn sie ihr Angebot unter die Bedingung gestellt haben, dass es für $66^2/_3$% der Aktien angenommen wird, oft von dieser Möglichkeit Gebrauch machen, sofern sie während der Angebotsfrist mindestens 50% der Aktien erhalten haben[1302]. Die Grenze von $66^2/_3$% wird in einem derartigen Fall meistens während der Nachfrist erreicht, da es für die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht sinnvoll ist, ihre Aktien weiterhin zu halten, wenn der Anbieter die Mehrheit an den Aktien und damit auch die Kontrolle über die Zielgesellschaft erreicht hat.

6.1.2.2 Zustimmung der Generalversammlung der Zielgesellschaft zu Statutenänderungen

Sofern die Statuten der Zielgesellschaft übernahmefeindliche Bestimmungen aufweisen wie z.B. eine Vinkulierung oder eine Stimmrechtsbeschränkung, kann ein Übernahmeangebot nur dann zur Beherrschung der Zielgesellschaft führen, wenn die betreffenden Statutenbestimmungen aufgehoben werden. Dementsprechend kann der Anbieter ein öffentliches Übernahmeangebot unter die Bedingung stellen, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft

---

1297 Vgl. Bedingung a) des Angebotes der Sika AG für die Sarna Kunststoff Holding AG, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (Sachverhaltsdarstellung D); ein Beispiel einer derartigen Klausel findet sich auch bei Tschäni/Iffland (2002), S. 151.

1298 Vgl. die Empfehlung der UEK vom 10. März 2005 i.S. Forbo (E.2.2), wo die UEK eine Grenze von $66^2/_3$% als zulässig erklärte, obwohl sich ein relativ grosser Teil der Aktionäre gegen die Übernahme ausgesprochen hatte; Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E.5.2).

1299 Empfehlung der UEK vom 6. April 2006 i.S. Generali (E.5.3); Empfehlung der UEK vom 29. August 2006 i.S. Agie AG (E.5.3); vgl. Wey (2002), S. 96 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 129.

1300 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 1999 i.S. Calanda (E.6); Empfehlung der UEK vom 31. August 2001 i.S. Bobst (E.4); Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.5.3); Wey (2002), S. 197; Tschäni/Iffland (2002), S. 152.

1301 Vgl. die Tabelle bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 131 sowie die Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E.5.2).

1302 Vgl. die von der AFB Investment SA als Anbieterin vorgenommene Reduktion von $66^2/_3$ auf 50,01%, die in der Empfehlung der UEK vom 22. März 2005 i.S. Forbo (E.1) erwähnt wird.

den betreffenden Statutenänderungen zustimmt[1303]. Dabei muss der Anbieter allerdings zulassen, dass die betreffende Statutenänderung nur bedingt – d.h. nur für den Fall, dass das Angebot gültig zustande kommt – beschlossen wird, da er nicht verlangen kann, dass eine Gesellschaft ihre Statuten ändert, wenn ein Angebot nicht gültig zustande gekommen ist[1304].

Die Bedingung, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft bestimmte Änderungen an den Statuten vornimmt, ist wenig problematisch, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft – wie im Rahmen von freundlichen Übernahmen üblich – selbst die betreffende Generalversammlung einberuft und die entsprechenden Anträge stellt sowie auch unterstützt[1305]. In Anbetracht der positiven Empfehlung des Verwaltungsrates und des starken ökonomischen Anreizes, der vom Übernahmeangebot ausgeht, gelingt es in derartigen Fällen regelmässig, die notwendigen Mehrheiten in der Generalversammlung zu erreichen.

Problematischer ist eine derartige Bedingung dagegen bei einer feindlichen Übernahme, da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft allein wegen des Angebotes nicht dazu verpflichtet ist, eine Generalversammlung einzuberufen[1306]. In einem derartigen Fall muss der Anbieter selbst dafür sorgen, dass eine Generalversammlung einberufen wird und die betreffenden Statutenänderungen traktandiert werden. Besitzt der Anbieter selbst bereits mindestens 10% des Aktienkapitals der Zielgesellschaft, so kann er gemäss Art. 699 Abs. 3 OR die Einberufung einer Generalversammlung und die Traktandierung der entsprechenden Statutenänderungsanträge verlangen[1307]. Erreicht der Anbieter diesen Grenzwert nicht selbst, so kann er versuchen, die Aktionäre der Zielgesellschaft dazu zu bewegen, die Durchführung einer Generalversammlung zu verlangen. Zu diesem Zweck kann er das Angebot unter die zusätzliche Bedin-

---

1303 Empfehlung der UEK 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.5.2.4); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.2.2.2); vgl. die Formulierung im Angebot der Sumida für Saia-Burgess (Bedingung c), erwähnt in Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.4); vgl. Tschäni (2003a), S. 418 mit weiteren Verweisen; Wey (2002), S. 197 f.; ein Beispiel für eine derartige Klausel findet sich auch bei Tschäni/Iffland (2002), S. 153 sowie bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 133.

1304 Vgl. Wey/Huber (2001), S. 149; Schärer (2005), S. 82.

1305 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.2.2.2), Empfehlung der UEK 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.5.2.4).

1306 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.2.2.2); Empfehlung der UEK 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.5.2.4), wo die UEK festhielt: „Die Durchführung einer Generalversammlung bei der Zielgesellschaft liegt indessen ausserhalb des Machtbereichs der Anbieterin"; Tschäni/Diem (2006), S. 55; vgl. zu den Schwierigkeiten bezüglich Einberufung und Durchführung einer Generalversammlung Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 163 f.

1307 Tschäni (2003a), S. 430; Werlen (2001), S. 57; Watter/Rampini (2001), S. 9; erreicht der Aktienbesitz des Anbieters diese Grenze nicht, besitzt er aber Aktien der Zielgesellschaft mit einem Nennwert von mindestens CHF 1 Mio., so kann er gemäss Art. 699 Abs. 3 OR immerhin verlangen, dass die betreffenden Statutenänderungsanträge an der nächsten ordentlichen Generalversammlung oder an einer vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aus anderen Gründen einberufenen ausserordentlichen Generalversammlung traktandiert werden. Dies ist für einen Anbieter allerdings ein schwieriger Weg, da bei den meisten kotierten Gesellschaften Gesuche um Traktandierung einzelner Verhandlungsgegenstände mindestens 60 Tage vor der betreffenden Generalversammlung eingereicht werden müssen.

gung stellen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft freiwillig eine Generalversammlung einberuft oder Aktionäre, die zusammen mindestens 10% der Aktien der Zielgesellschaft halten, die Durchführung einer Generalversammlung und die Traktandierung der betreffenden Statutenänderungen verlangen[1308]. Wird ein feindliches Angebot unter die Bedingung gestellt, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft bestimmte Statutenänderungen beschliesst, und führt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht freiwillig eine Generalversammlung durch, so kann sich die Dauer des Übernahmeangebotes massiv verlängern. Im Extremfall – z.B. wenn der Anbieter oder einzelne Aktionäre über Art. 699 Abs. 3 OR durch Gerichtsurteil eine Generalversammlung erzwingen müssen – kann dies sogar dazu führen, dass die Übernahme faktisch verunmöglicht wird[1309].

Grundsätzlich wäre es denkbar, dass ein Anbieter als Alternative zur Aufhebung von Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung die Bedingung stellt, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dem Anbieter eine Ausnahme von diesen Einschränkungen gewährt[1310]. Diese Alternative ist allerdings problematisch, da sie den Verwaltungsrat dazu zwingt, die Vinkulierung faktisch aufzuheben, womit er in die zwingende Kompetenz der Generalversammlung eingreifen würde, da nur diese die Befugnis hat, die in den Statuten enthaltene Vinkulierung aufzuheben. Da eine derartige Bedingung den Verwaltungsrat daher zu gesetzwidrigem Handeln nötigen würde, ist sie mindestens bei feindlichen Übernahmen unzulässig[1311].

Sofern eine Zielgesellschaft im Zeitpunkt, in dem ein Angebot lanciert wird, in ihren Statuten keine Vinkulierungsbestimmungen hat und auch keine Klauseln, welche das Stimmrecht der einzelnen Aktionäre beschränken, hat der Anbieter ein Interesse daran, dass keine neuen Statutenbestimmungen zur Stimmrechtsbeschränkung oder Vinkulierung eingeführt werden, die es ihm verunmöglichen würden, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erwerben. Dementsprechend kann er sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass die Statuten der Zielgesellschaft bis zum Vollzug des Angebotes nicht durch die

---

1308 Auch hier wirkt ein grosszügiges Angebot mit einer hohen Prämie über den bisherigen Marktkurs als starker Anreiz; vgl. aber zu den Problemen eines Anbieters bzw. Aktionärs, der sich in Abstimmungen gegenüber dem Verwaltungsrat durchsetzen will: Watter/Rampini (2001), S. 3.

1309 Vgl. zu diesen Schwierigkeiten Watter/Rampini (2001), S. 9 ff. Die UEK kann nach der bundesgerichtlichen Praxis (BGE 2 A 394/2000) nicht die Durchführung einer Generalversammlung verfügen, da dies eine aktien- und keine börsenrechtliche Frage ist, über die der Zivilrichter entscheiden muss; anderer Meinung: Verfügung der EBK vom 4. August 2000 i.S. Baumgartner; diese Verfügung wurde allerdings durch den erwähnten Bundesgerichtsentscheid aufgehoben; vgl. zur gesamten Problematik der Einberufung und Durchführung einer GV bei feindlichen Angeboten Tschäni/Iffland (2002), S. 175 f.; vgl. zu den zeitlichen Problemen, die sich bei feindlichen Übernahmen aus einer Vinkulierung und der entsprechenden Bedingung im Übernahmeangebot ergeben: Dubs (2006), S. 43; Schärer (2005), S. 81 mit graphischer Darstellung der Zeitabläufe bzw. -probleme.

1310 Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.6); Tschäni/Iffland (2002), S. 153.

1311 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E.2.3); Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E.1.2); Wey (2002), S. 198; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 134; Schärer (2005), S. 79.

Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen oder Vinkulierungsklauseln verändert werden[1312].

6.1.2.3 Die Eintragung des Anbieters in das Aktienbuch der Zielgesellschaft

Der Anbieter kann die mit dem Angebot angestrebte Kontrolle über die Zielgesellschaft bei Namenaktien nur erreichen, wenn er auch tatsächlich als Aktionär mit Stimmrechten im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen wird und dementsprechend die Stimmrechte ausüben kann[1313]. Daher kann er sein Angebot auch unter die Bedingung stellen, dass diese Eintragung erfolgt[1314].

6.1.2.4 Neubesetzung des Verwaltungsrates

Ein Angebot kann auch unter die Bedingung gestellt werden, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft von deren Generalversammlung mit Kandidaten besetzt wird, welche der Anbieter vorschlägt[1315]. Eine derartige Bedingung ist zulässig, da letztlich erst die Neubesetzung des Verwaltungsrates dem Anbieter erlaubt, tatsächlich die Kontrolle über die Gesellschaft zu übernehmen[1316]. Da es auch bei dieser Bedingung zu den oben dargestellten Problemen und Verzögerungen im Zusammenhang mit der Einberufung einer GV kommen kann, verzichten die Anbieter häufig auf eine derartige Bedingung, wenn nicht schon wegen der Aufhebung von Stimmrechtsbeschränkungs- oder Vinkulierungsklauseln eine Generalversammlung durchgeführt werden muss[1317]. In der Praxis wird daher bei den meisten Angeboten vorgesehen, dass der Verwaltungsrat

---

1312 Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E.5.3); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.4).

1313 Diese Bestimmung ist auch ratsam, wenn eine Gesellschaft keine Vinkulierung vorgesehen hat, da sich auch in derartigen Fällen der Verwaltungsrat weigern kann, einen Aktionären einzutragen und darauf durch ein Gerichtsverfahren zur Eintragung gezwungen werden muss; vgl. das Verhalten von Sulzer, als die Everest/Renova-Gruppe 2007 Aktien erwarb: Sulzer weigerte sich, die neue Aktionärin einzutragen, obwohl die Statuten keine Vinkulierungsklausel enthielten.

1314 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.11.6); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.5); ein Beispiel einer derartigen Bedingung findet sich im Angebot der Sumida für Saia-Burgess (Bedingung d), erwähnt in Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E); vgl. für ein weiteres Beispiel Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (Sachverhaltsdarstellung E). Schärer (2005), S. 79. Ein Beispiel findet sich auch in Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 133.

1315 Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.5.2.5); Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.5.6); Tschäni (2003a), S. 420; ein Beispiel einer derartigen Bedingung findet sich im Angebot der Sumida für Saia-Burgess (Bedingung h), erwähnt in Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E); vgl. für ein weiteres Beispiel Tschäni/Iffland (2002), S. 154; Reutter (2002), S. 183. Ein Beispiel findet sich auch bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 135.

1316 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.9); Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.5.9); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 137; Schärer (2005), S. 80.

1317 Meist wird diese Bedingung dann vorgesehen, wenn Statuten geändert werden müssen und deshalb ohnehin eine GV durchgeführt wird.

der Zielgesellschaft erst nach der Abwicklung des Angebotes neu besetzt wird[1318].

Auch bei der Neubesetzung des Verwaltungsrates muss der Anbieter allerdings zulassen, dass der entsprechende Beschluss nur unter der Bedingung wirksam wird, dass das Angebot gültig zustande kommt, da der Anbieter sonst ohne Erwerb der Aktien der Zielgesellschaft durch die von ihm vorgeschlagenen Verwaltungsräte einen beherrschenden Einfluss ausüben könnte[1319].

Als Alternative zur Neubesetzung des Verwaltungsrats sehen verschiedene Angebote als Bedingung vor, dass die Mitglieder des bestehenden Verwaltungsrates mit dem Anbieter Mandatsverträge abschliessen, die in Kraft treten, sofern dem Anbieter die Mehrheit der Aktien angedient worden ist[1320].

6.1.2.5 Ausschüttung einer Dividende / Durchführung einer Kapitalherabsetzung bei der Zielgesellschaft

Wenn ein Angebot in finanzieller Hinsicht so strukturiert ist, dass vor dem Angebot zugunsten der bisherigen Aktionäre eine bestimmte Dividende ausbezahlt bzw. das Kapital herabgesetzt wird, so kann das Angebot unter die Bedingung gestellt werden, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft die entsprechenden Beschlüsse fasst und diese auch vollzogen werden[1321]. Es ist grundsätzlich denkbar, auch ein feindliches Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass vorgängig eine Dividende ausgeschüttet wird, da der entsprechende Beschluss nur voraussetzt, dass die Bilanz genügend hohe ausschüttbare Reserven enthält[1322]. Eine Kapitalherabsetzung ist dagegen nur bei einem freundlichen Angebot möglich, da die Vorbereitung der Kapitalerhöhung, d.h. die Einholung eines Prüfungsberichtes im Sinne von Art. 732 Abs. 2 OR, in der ausschliesslichen Kompetenz des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft liegt. Daher würde eine Bedingung, die vom Verwaltungsrat die Vorbereitung einer Kapitalherabsetzung verlangt, in unzulässiger Weise in die Kompetenz des Verwaltungsrates eingreifen[1323].

6.1.2.6 Vollzug bestimmter Transaktionen

Zum Teil ist das öffentliche Angebot des Anbieters in ein Transaktionskonzept eingebettet, das noch weitere Transaktionsschritte vorsieht. Bei der Ü-

---

1318 Zur Problematik der Verlängerung des Verfahrens durch diese Bedingung vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 136 f.; vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse (E.2.7.2 f.); Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. InCentive (E.2.2.1 f.).

1319 Vgl. als Beispiel einer derartigen bedingten Wahl: Bedingung (i) des Angebotes der Crucell an die Aktionäre der Berna Biotech AG, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (Sachverhaltsdarstellung C); Wey/Huber (2001), S. 149; Schärer (2005), S. 83; a.M. offenbar Tschäni/Iffland (2002), S. 155.

1320 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.6.1.2.14 mit kritischen Anmerkungen zur Zulässigkeit derartiger Bedingungen.

1321 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger Luwa (E.5.2).

1322 Zu den Schwierigkeiten betreffend Einberufung einer Generalversammlung kann auf Ziff. III.D.6.1.2.2 verwiesen werden.

1323 Vgl. dazu Ziff. III.D.6.2.4 vorne.

bernahme der Disetronic durch Roche wurde beispielsweise vorgesehen, dass der Hauptaktionär der Disetronic vor der Übernahme gewisse Bereiche dieser Gesellschaft, an denen Roche nicht interessiert war, kaufen würde[1324]. Bei einer derartigen Transaktionsstruktur kann das öffentliche Angebot unter die Bedingung gestellt werden, dass die betreffenden Transaktionen vollzogen werden. Soweit der Anbieter den Vollzug dieser Transaktion beeinflussen kann, muss er nach den vorne dargestellten Grundsätzen selbstverständlich alle Schritte unternehmen, die notwendig sind, um diese Transaktion durchzuführen[1325].

Nimmt ein Anbieter eine Bedingung in den Angebotsprospekt auf, nach der die Zielgesellschaft eine bestimmte Transaktion vollziehen muss, so kann die Zielgesellschaft die betreffende Transaktion auch dann vornehmen, wenn diese in Anbetracht ihrer Grösse eine unzulässige Abwehrmassnahme im Sinne von Art. 29 Abs. 2 BEHG bzw. Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV wäre; mit der Formulierung der betreffenden Bedingung hat der Anbieter selbst bezüglich der betreffenden Transaktion auf den Schutz von Art. 29 Abs. 2 BEHG verzichtet.

Auch Bedingungen, die sich auf die Durchführung spezifischer Transaktionen durch die Zielgesellschaft beziehen, sind nur bei freundlichen Übernahmen sinnvoll, in denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die betreffenden Transaktionen aus eigenem Antrieb befürwortet. Da die Durchführung derartiger Transaktionen, wie z.B. der Verkauf bestimmter Tochtergesellschaften, gemäss Art. 716a OR ausschliesslich in den Kompetenzbereich des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft fällt, kann der Anbieter den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei einem feindlichen Angebot nicht durch eine derartige Bedingung zu einer Transaktion zwingen. Nach der Praxis der Übernahmekommission wäre eine derartige Bedingung bei einem feindlichen Angebot unlauter, da sie in den zwingenden Kompetenzbereich des Verwaltungsrates eingreifen würde[1326].

6.1.2.7 Schaffung der für ein Tauschangebot notwendigen Aktien und Kotierung

Macht der Anbieter ein Tauschangebot, bei dem er den Aktionären der Zielgesellschaft Aktien der eigenen Gesellschaft anbietet, so kann er dieses Angebot unter die Bedingung stellen, dass die Generalversammlung des Anbieters der dazu notwendigen Kapitalerhöhung zustimmt und die Aktienkapitalerhöhung auch im Handelsregister eingetragen wird[1327]. Der Verwaltungsrat des Anbieters muss in diesem Falle allerdings alle notwendigen Schritte unterneh-

---

1324 Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.8).

1325 Vgl. dazu Ziff. III.D.6.1.1.2.

1326 Vgl. dazu Ziff. III.D.6.2.4 vorne.

1327 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.9.3.1); vgl. für ein Beispiel einer derartigen Bedingung das Angebot der Hexagon für Leica Geosystems, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.1.2.1); Empfehlung der UEK vom 15. Januar 2003 i.S. Gétaz Romang (E.3.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Mai 2001 i.S. Messe Zürich (E.4.2); vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 157; Reutter (2002), S. 190 f. Ein Beispiel einer derartigen Klausel findet sich bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 141 f.

men, um die Kapitalerhöhung herbeizuführen, d.h., insbesondere muss er eine Generalversammlung einberufen, einen Antrag auf Kapitalerhöhung stellen und diesen den Aktionären auch zur Annahme empfehlen[1328]. Soweit am Anbieter Aktionäre beteiligt sind, die über einen massgebenden Einfluss in der Generalversammlung verfügen und deshalb als Personen betrachtet werden, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, muss der Anbieter im Weiteren Bestätigungen beibringen, dass diese Aktionäre für die betreffende Kapitalerhöhung stimmen werden.

Da in der Praxis die Aktionäre der Zielgesellschaft im Allgemeinen nur kotierte Effekten als Tauschmittel akzeptieren, kann ein Tauschangebot auch die Bedingung enthalten, dass die neu geschaffenen Titel kotiert werden[1329]. Der Anbieter muss in diesem Fall aber wiederum sämtliche zumutbaren Anstrengungen unternehmen, um sicherzustellen, dass die zum Tausch angebotenen Effekten tatsächlich kotiert werden, d.h. einen Kotierungsprospekt veröffentlichen und ein Kotierungsgesuch stellen.

6.1.2.8 Zustimmung der Generalversammlung des Anbieters

In verschiedenen Staaten ist ein Beschluss der Generalversammlung notwendig, wenn eine Gesellschaft ein anderes Unternehmen übernehmen will, sofern die betreffende Transaktion gewisse Grössenordnungen überschreitet und dementsprechend zu einer erheblichen Veränderung der Geschäftstätigkeit der betreffenden Gesellschaft führt. Sofern bei einem Anbieter ein derartiger Beschluss zwingend notwendig ist, kann er daher sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass seine Generalversammlung der Transaktion zustimmt[1330]. Wie im Fall der vorne erwähnten Kapitalerhöhung muss der Verwaltungsrat des Anbieters in diesem Falle aber alle notwendigen Schritte unternehmen, um den entsprechenden Beschluss herbeizuführen, d.h., er muss insbesondere eine Generalversammlung einberufen, einen Antrag auf Genehmigung der Transaktion stellen und diesen den Aktionären zur Annahme empfehlen.

6.1.2.9 Behördliche Bewilligungen

Sofern nach dem anwendbaren Kartellrecht eine Übernahme nur zulässig ist, wenn die zuständigen Wettbewerbsbehörden zustimmen, muss ein entsprechendes Angebot zwingend der Bedingung unterstellt werden, dass diese Be-

---

1328 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.9.3); Schärer (2005), S. 78.

1329 Ein Beispiel einer derartigen Bestimmung ist Klausel (k) des Angebotes der Crucell an die Aktionäre der Berna Biotech AG, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (Sachverhaltsdarstellung C); Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.5.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 17. September 2002 i.S. Rentenanstalt (E.3.6); Empfehlung der UEK vom 15. Januar 2003 i.S. Gétaz Romang (E.3.4); vgl. das Beispiel bei Tschäni/Iffland (2002), S. 159.

1330 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.5.1); Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (E.4.12). Vgl. das Beispiel bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 144. Zum Verhältnis zwischen Kartellrecht und Übernahmeregeln: Eggern (2007a), S. 236 ff.

hörden die notwendigen Bewilligungen erteilen[1331]. Da bei der Publikation eines Angebotes häufig noch nicht völlig klar ist, in welchen Ländern Bewilligungen eingeholt werden müssen, ist es nicht notwendig, dass die einzelnen Länder, in denen derartige Bewilligungen einzuholen sind, im Angebot aufgeführt werden. Es genügt, wenn das Angebot unter die Bedingung gestellt wird, dass die gesetzlich notwendigen Bewilligungen in- und ausländischer Wettbewerbsbehörden erteilt werden[1332]. Wie vorne in Ziff. III.D.6.1.1.2 dargestellt, muss der Anbieter in diesen Fällen alle zumutbaren Anstrengungen unternehmen, um sicherzustellen, dass die entsprechenden Bewilligungen erteilt werden. Daher muss der Anbieter insbesondere die notwendigen Gesuche form- und fristgerecht einreichen und auch allfällige Auflagen der Behörden erfüllen, solange diese nicht unzumutbar sind. Die Grenze der Unzumutbarkeit wird erreicht, wenn die Erfüllung derartiger Auflagen geradezu den Erfolg der Übernahme vereiteln würde, weil der Anbieter gezwungen wäre, aufgrund der Vorgaben des Kartellrechtes einen grossen Teil der Zielgesellschaft bzw. des eigenen Unternehmens zu veräussern oder wertvolle Kerntechnologien an Dritte zu lizenzieren, und er deshalb die angestrebten Synergien nicht realisieren kann[1333]. Wie vorne dargestellt[1334], kann der Anbieter in seinem Angebot selbst definieren, welche Auflagen er noch erfüllen muss, indem er festhält, bis zu welchem Umsatz- bzw. welchen EBITDA-Anteilen er bereit ist, Veräusserungen vorzunehmen, und welche Kernbereiche des Unternehmens gar nicht veräussert werden dürfen[1335].

Soweit für eine bestimmte Übernahme neben den kartellrechtlich erforderlichen Bewilligungen noch weitere behördliche Bewilligungen notwendig sind, kann der Anbieter sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass diese Bewilligungen tatsächlich erteilt werden[1336]. Auch bei diesen Bedingungen gilt, dass der Anbieter sämtliche Anstrengungen unternehmen muss, um die betreffenden Bewilligungen zu erhalten.

6.1.2.10 Keine negativen behördlichen oder gerichtlichen Verfügungen und Entscheide

Da vom Anbieter nicht verlangt werden kann, dass er ein Angebot vollzieht, das von einem Gericht oder einer Behörde verboten worden ist, kann der Anbieter sein Angebot auch unter die Bedingung stellen, dass weder ein Gericht

---

1331 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.7); Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.2.2); Schärer (2005), S. 77.

1332 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.7); Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.2.2); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic. Ein Beispiel einer derartigen Klausel findet sich bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 140.

1333 Ziff. III.D.6.1.1.2; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2003 i.S. Sarasin (E.2 und E.3); Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2003 i.S. Richmond; Empfehlung der UEK vom 2. April 2001 i.S. Helvetia Patria (E.2.1); vgl. BGE 130 II 550 ff.; vgl. Hofstetter (1998c), S. 294.

1334 Ziff. III.D.6.1.1.2.

1335 Vgl. die Formulierung im Angebot der Sumida für Saia-Burgess (Bedingung F) in Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E) sowie Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 143; Schärer (2005), S. 77.

1336 Vgl. Empfehlung der UEK vom 5. Mai 1999 i.S. IMG (E.5).

noch eine andere zuständige Behörde eine Entscheidung oder Verfügung erlässt, die das Angebot oder dessen Vollzug verbietet oder für rechtswidrig erklärt[1337]. Der Anbieter, der eine derartige Bedingung aufnimmt, muss allerdings sämtliche Schritte unternehmen, um ein allfällig drohendes Verbot abzuwenden, und darf selbstverständlich auch nicht selbst ein gerichtliches Verbot herbeiführen[1338].

6.1.2.11 Positiver Vorabentscheid der Steuerbehörden

Da die steuerlichen Folgen einer Transaktion sowohl für den Anbieter wie auch für die Aktionäre der Zielgesellschaft starke finanzielle Auswirkungen haben können, kann ein öffentliches Angebot unter die Bedingung gestellt werden, dass die zuständigen Steuerbehörden in einem Vorabentscheid bestätigen, dass die geplante Übernahme keine negativen Steuerfolgen haben wird. Eine derartige Bedingung muss aber hinreichend spezifiziert sein, d.h., die Steuerfolgen, die ausgeschlossen werden sollen, müssen klar dargestellt werden. In diesem Sinne ist es beispielsweise möglich, das Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass der Gewinn, den in der Schweiz domizilierte Privatpersonen bei der Annahme des Angebotes realisieren, als Kapitalgewinn und nicht als Einkommen aus indirekter Teilliquidation betrachtet wird, oder dass die Transaktion nicht zur Besteuerung stiller Reserven bei der Zielgesellschaft führt[1339].

6.1.2.12 Keine negative Entwicklung bei der Zielgesellschaft

Wenn bei der Zielgesellschaft während der Angebotsfrist Entwicklungen eintreten, die den Wert der Gesellschaft in einem wesentlichen Mass negativ beeinflussen oder sonst zu fundamentalen Änderungen bei der Zielgesellschaft führen, kann das Angebot für den Anbieter in wirtschaftlicher Sicht unattraktiv werden. Um sich vor derartigen Problemen zu schützen, kann der Anbieter sein Angebot Bedingungen unterstellen, die zum Wegfall des Angebotes führen, falls es zu erheblichen negativen Entwicklungen bei der Zielgesellschaft kommen sollte[1340]. Die Möglichkeit, ein Angebot derartigen Bedingungen zu unterstellen, schränkt letztlich den Grundsatz ein, dass ein Anbieter nach Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung bis zum Ende der Annahmefrist

---

1337 Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.5.3); Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. InCentive (E.6.4); ein Beispiel einer derartigen Klausel findet sich im Angebot der Sumida für Saia-Burgess (Bedingung e), erwähnt in Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E); Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E.5.6) mit einem Beispiel einer derartigen Formulierung (Sachverhaltsdarstellung D); vgl. das Beispiel bei Tschäni/Iffland (2002), S. 156 f. sowie bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 138 f.

1338 Würde ein Anbieter versuchen, auf diese Weise sein Angebot zu Fall zu bringen, weil er nicht mehr an diesem Angebot interessiert ist, so würde die Bedingung nach den vorne in Ziff. III.D.6.1.1.2 dargestellten Grundsätzen als erfüllt gelten.

1339 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E.3); Empfehlung der UEK vom 12. Juni 1998 i.S. Zürich; vgl. das Beispiel bei Tschäni/Iffland (2002), S. 156; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 156; Reutter (2002), S. 193.

1340 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 148; Schärer (2005), S. 76.

an sein Angebot gebunden ist, und ermöglicht es dem Anbieter, sich bei massiven Wertveränderungen vom Angebot zurückzuziehen.

Es ist allerdings nicht zulässig, das Angebot unter eine allgemeine Material-Adverse-Change-Klausel zu stellen, die dem Anbieter einen Ermessensspielraum bei der Bewertung der entsprechenden Vorkommnisse gibt, da bei einer derartigen Formulierung die Erfüllung der Bedingung letztlich von den Entscheiden des Anbieters abhängen würde, was Art. 13 Abs. 2 UEV widerspräche[1341]. Es ist aber zulässig, Bedingungen zu formulieren, die spezifische und objektiv feststellbare negative Entwicklungen der Zielgesellschaft erfassen[1342]. Um sicherzustellen, dass die Erfüllung der betreffenden Bedingung objektiv festgestellt werden kann, verlangt die Übernahmekommission seit 2003, dass die negativen Auswirkungen nicht nur genau umschrieben, sondern auch quantifiziert werden, d.h. als prozentuale Einbusse von Eigenkapital, Net Asset Value, Umsatz, EBITDA oder der Bilanzsumme definiert werden[1343]. Der entsprechende Prozentsatz muss dabei so festgelegt werden, dass nur Ereignisse erfasst werden, die für den Wert der Zielgesellschaft wesentlich sind[1344]. Klauseln, die zwar von spezifischen Ereignissen ausgehen, aber auf nicht quantifizierbaren Konsequenzen (z.B. „wesentliche Veränderungen des Eigenkapitals“) aufbauen oder zu tiefe Grenzwerte vorsehen und damit dem Anbieter schon bei geringen Abweichungen einen Rückzug erlauben, sind dagegen nicht zulässig.

Nach der Praxis der Übernahmekommission sind in diesem Sinne insbesondere folgende Bedingungen möglich, deren Realisierung zum Wegfall des Angebotes führt[1345]:

– Ereignisse, die zu einer Einbusse des Net Asset Value von mehr als 5% führen[1346].

1341 Vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 156; Wey/Huber (2001), S. 49.

1342 Vgl. Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.5.2); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.7); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic; Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3); vgl. Schleiffer (2004), S. 89 ff.; vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 156; Gehrer (2002), S. 481 f.; vgl. für ein Beispiel einer derartigen Klausel Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 147.

1343 Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.5.2); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.7); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic; Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3 und 5.7); Schleiffer (2004), S. 97.

1344 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E2.8.3); Empfehlung der UEK vom 23. März 2006 i.S. Amazys (E.5.4); Schärer (2005), S. 76.

1345 Vgl. zur Kasuistik: Schleiffer (2004), S. 89 ff. sowie Tschäni/Iffland (2002), S. 162 ff. mit verschiedenen Beispielen. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 148 ff.

1346 Vgl. Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E.1); Empfehlung der UEK vom 13. März 2003 i.S. Unigestion (E.5.2). M.E. kann diese Bedingung allerdings nur bei Investmentgesellschaften gestellt werden, da dem NAV bei diesen Gesellschaften eine zentrale Bedeutung für den Wert der Aktien zukommt; bei operativen Gesellschaften kommt dem NAV dagegen keine derartige Bedeutung zu, weshalb diese Bedingung bei operativ tätigen Gesellschaften nicht gestellt werden kann. Bei diesen kann aber – wie vorne dargestellt – auf die Veränderung des Eigenkapitals abgestellt werden, was letztlich bedeutet, dass entsprechende Verluste der Zielgesellschaft das Rücktrittsrecht auslösen.

– Ereignisse, die bei der Zielgesellschaft zu einer Einbusse des EBITDA von 10%[1347] oder zu einem Umsatzrückgang von mehr als 5% führen[1348].

– Ereignisse, die bei der Zielgesellschaft zu einer Reduktion des konsolidierten Eigenkapitals um über 10% führen[1349].

– Rückrufaktionen von Produkten, die zu einer Einbusse des EBITDA von mehr als 10% führen[1350].

– Prozesse gegen die Zielgesellschaft, deren Streitwert 5% der Nettoaktiven übersteigt[1351].

– Veräusserung wesentlicher, im Angebotsprospekt aufgeführter Aktiven der Zielgesellschaft[1352].

– Der Verkauf von Tochtergesellschaften oder Aktiven des Anlagevermögens mit einem Wert von mehr als 10% der Gesamtaktiven[1353].

– Die Aufnahme von Fremdkapital in einem Betrag von über 10% der Bilanzsumme[1354].

– Handlungen, die über den ordentlichen Geschäftsgang hinausgehen, sofern der Anbieter deren Durchführung nicht ausdrücklich zustimmt[1355]; ei-

---

1347 Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.5.2).

1348 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3); vgl. Empfehlung der UEK i.S. Stratec vom 26. März 1999 (E.3).

1349 Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.3); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.5.2).

1350 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.5.7).

1351 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. InCentive (E.6.6); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.3); Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.8.9).

1352 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. InCentive (E.6.5).

1353 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers; ohne Beschränkung auf die 10% wurde die betreffende Bedingung der UEK dagegen abgelehnt, vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E.3.2).

1354 Vgl. die Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers; ohne Beschränkung auf die 10% ist die betreffende Bedingung der UEK abgelehnt worden, vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E.4).

1355 Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3). Konkret wurde dem Verwaltungsrat der Centerpulse untersagt, Vermögenswerte in einem Betrag von über CHF 100'000 zu kaufen oder zu verkaufen, neue Verträge mit Verpflichtungen von über CHF 100'000 einzugehen oder Handlungen von ähnlicher Bedeutung, die alle auf einer Liste aufgeführt waren, auszuführen, wobei allerdings ein Vorbehalt bezüglich gesetzlich notwendiger Handlungen gemacht wurde. M.E. war der Entscheid der UEK, derartige Bedingungen zuzulassen, praxisfremd, da die Geschäftstätigkeit einer Firma von der Grösse der Centerpulse bei derartigen Grenzen völlig unterbunden wird und es nicht Sinn von Bedingungen sein kann, dem Anbieter während der Angebotsfrist einen beherrschenden Einfluss über die Geschäftstätigkeit des Unternehmens zu gewähren.

ne derartige Bestimmung ist allerdings nur zulässig, wenn die betreffenden Handlungen sowohl nach ihrer Art wie auch betragsmässig klar definiert werden, da der Begriff des „gewöhnlichen Geschäftsganges“ nicht genügend klar definiert ist. Die entsprechenden Grenzwerte müssen so hoch sein, dass die normale Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft nicht behindert wird, da der Anbieter andernfalls mit seiner Bedingung in den gemäss Art. 716a OR unentziehbaren Kompetenzbereich des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft eingreifen würde und der Verwaltungsrat bei operativen Entscheiden von einem Aktionär abhängig würde[1356]. M.E. muss sich eine derartige Bedingung auf Handlungen beschränken, die eine ähnliche Bedeutung haben, wie die oben aufgeführten Ereignisse d.h. Eigenkapital oder Ertrag in ähnlicher massiver Weise beeinflussen[1357].

– Handlungen, die Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 36 UEV widersprechen[1358], weil mit ihnen der Aktiv- oder Passivbestand der Zielgesellschaft in bedeutender Weise geändert würde. Der Anbieter kann in seinen Bedingungen auch nur einzelne von Art. 36 UEV erfasste Punkte, wie z.B. die Gewährung von „Golden Parachutes“ oder den Verkauf wesentlicher Aktiven, erwähnen[1359]. Obwohl die entsprechenden Handlungen bereits durch Art. 29 Abs. 2 BEHG bzw. Art. 36 UEV untersagt werden, kann eine derartige Bedingung sinnvoll sein, da mindestens theoretisch die Generalversammlung der Zielgesellschaft die in diesen Bestimmungen verbotenen wesentlichen Änderungen am Aktiven- und Passivenbestand beschliessen könnte und deshalb die erwähnten Verbotsnormen dem Anbieter keinen vollständigen Schutz vor wesentlichen Änderungen der Zielgesellschaft während der Übernahmefrist geben können[1360].

1356 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.3); Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.3.2); Schärer (2005), S. 75; Gehrer (2002), S. 482; vgl. aber die Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse, wo diese Grenze nicht eingehalten wurde.

1357 Mit einer derartigen Einschränkung wäre die Praxis zum „gewöhnlichen Geschäftsgang“ auch konsistent mit den Entscheiden zu den übrigen Veränderungen und insbesondere zu Spaltungen oder Kapitalerhöhungen, wo sich eine betreffende Bedingung nur auf wesentliche Transaktionen beziehen darf, d.h. auf Transaktionen, die mehr als 10% des Aktiv- oder Passivbestandes der Zielgesellschaft betreffen.

1358 Tschäni (2003a), S. 421; Reutter (2002), S. 199 ff.; vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.3.2 und E.7); vgl. Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.8.8); vgl. aber Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.7.8), wo eine derartige Klausel abgelehnt wurde, weil der Anbieter durch das Börsengesetz und die Übernahmeverordnung, welche zur Nichtigkeit der betreffenden Handlungen führen, ausreichend geschützt sei; m.E. ist diese Auffassung unrichtig, da die Rückabwicklung der nichtigen Rechtsgeschäfte mit grossen praktischen Problemen verbunden ist, die nicht der Risikosphäre des Anbieters zugerechnet werden dürfen. Vgl. jedoch Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 159, die der UEK zustimmen.

1359 Vgl. dazu Gehrer (2002), S. 481 f.; vgl. die Beispiele bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 153 und S. 154 sowie S. 155.

1360 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.11.8); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.10.4); Tschäni/Iffland (2002), S. 163.

– Fusionen, Spaltungen oder Kapitalerhöhungen[1361]: Zum Schutz des Anbieters ist es sinnvoll, für den Fall von Fusionen, Spaltungen oder Kapitalerhöhungen der Zielgesellschaft ein Rücktrittsrecht vorzubehalten, da derartige Transaktionen Geschäftstätigkeit und Charakter der Gesellschaft erheblich verändern können. Da Fusionen und Kapitalerhöhungen wegen der Veränderung des Kapitals dazu führen können, dass der Anbieter die Kontrolle, die er mit dem Angebot errungen hat, wieder verliert, sind Bedingungen, die sich auf diese Transaktion beziehen, auch ohne eine Wesentlichkeitsgrenze zulässig[1362]. Bedingungen betreffend Abspaltung sind dagegen nur insoweit zulässig, als die betreffenden Transaktionen wesentlich sind, d.h. mehr als 10% des Aktiven- oder Passivenbestandes betreffen, da sie sonst die unternehmerische Freiheit der Zielgesellschaft zu stark einschränken[1363].

– Verletzung von Zusicherungen, welche die Zielgesellschaft in einer Transaktionsvereinbarung gemacht hat: Eine Material-Adverse-Change-Klausel kann auch so ausgestaltet sein, dass sie auf eine Transaktionsvereinbarung verweist, in der die Zielgesellschaft gewisse Zusicherungen bezüglich ihrer Tätigkeit während der Angebotsfrist gemacht hat und vorsieht, dass der Anbieter bei einer Verletzung dieser Zusicherungen vom Angebot zurücktreten kann[1364]. Zum Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft muss allerdings auch in derartige Klauseln eine Materialitätsgrenze eingefügt werden, die sich in den bereits dargestellten Grössenordnungen (prozentuale Abweichungen bei EBIT, Umsatz, Eigenkapital etc.) bewegt; ein Anbieter kann daher auch durch den Abschluss einer Transaktionsvereinbarung nicht Bedingungen einführen, die nach allgemeinen Regeln unzulässig sind. In den Bereichen, die die erwähnten Grenzwerte nicht erreichen, trägt der Anbieter das Risiko, dass die Transaktionsvereinbarung verletzt wird, und kann dieses nicht auf die Aktionäre der Zielgesellschaft abwälzen[1365].

– Die Zahlung unüblich hoher Dividenden: Da die Zahlung einer Dividende den Wert des Unternehmens schmälert, kann der Übernehmer in seinem Angebot eine Preisanpassungsklausel vorsehen, die bei Auszahlung einer Dividende zu einer entsprechenden Reduktion des Kaufprei-

---

1361 Vgl. Bedingung b des Angebotes der Sumida für Saia-Burgess, erwähnt in Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E). Vgl. das Beispiel bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 151.

1362 Empfehlung der UEK vom 7. Januar 2008 i.S. SEZ (E.5.8); Empfehlung der UEK vom 13. September 2005 i.S. Berna (E.4.10); Empfehlung der UEK vom 11. April 2008 i.S. Baumgartner (E.5.3).

1363 Empfehlung der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.4.9); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.3). a.M. Tschäni/Iffland/Diem S. 152, welche die Notwendigkeit einer Materialitätsgrenze ablehnen; m.E. ist das Erfordernis einer Wesentlichkeitsgrenze bei Abspaltungen richtig, da die gleiche Materialitätsgrenze auch für die Veräusserung von Aktiven gilt. Es ist irrelevant, ob die Aktiven durch einzelne Verkäufe oder durch eine Abspaltung übertragen werden.

1364 Vgl. das Angebot der Synthes-Stratec Inc. an die Stratec Holding AG vom 31. März 1999, das auf die in einem Zusammenschlussvertrag abgegebenen Zusicherungen verweist.

1365 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.7.6.2); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N 34 zu Art. 28 BEHG.

ses führt[1366]. Erreicht die Dividende eine Grösse, welche zu einem finanziellen Problem für die Zielgesellschaft wird, so kann der Anbieter im Sinne einer Bedingung vorsehen, dass er sich vom Angebot zurückziehen kann, wobei der entsprechende Grenzwert in der Bedingung zu definieren ist[1367].

In vielen Angeboten findet sich heute die Bestimmung, dass der Eintritt einer Material-Adverse-Change-Bedingung bzw. das Erreichen der in diesen Klauseln definierten quantitativen Grenzwerte von einem neutralen Sachverständigen bestimmt wird[1368]. Dass ein Dritter beurteilt, ob eine Bedingung eingetreten ist, entspricht dem Grundgedanken von Art. 13 Abs. 2 UEV, der vorsieht, dass der Anbieter selbst nicht in der Lage sein darf, den Eintritt einer Bedingung massgeblich zu beeinflussen; auf diese Weise wird nämlich vermieden, dass die subjektive Einschätzung der Situation durch den Anbieter die Feststellung des Bedingungseintritts beeinflusst[1369]. Die Übernahmekommission hat sich bisher noch nicht klar zur Frage ausgesprochen, ob es notwendig ist, eine derartige Beurteilung durch einen Dritten vornehmen zu lassen; m.E. drängt sich dies aber mindestens in den Fällen auf, in denen bei der Beurteilung der entsprechenden Bedingung ein erheblicher Ermessensspielraum verbleibt, weil z.B. abgeschätzt werden muss, wie gross die Auswirkungen eines bestimmten Vorfalles auf EBITDA, Umsatz oder Eigenkapital sind.

Ein Anbieter kann sich nur dann auf eine Material-Adverse-Change-Klausel berufen, wenn er die Umstände, welche die betreffenden Bedingung auslösen, bei Publikation seiner Voranmeldung bzw. seines Angebotes nicht kannte und bei normaler Aufmerksamkeit auch nicht voraussehen konnte. Daher können Ereignisse, die durch das Angebot selbst ausgelöst werden, wie z.B. eine Verringerung des EBITDA durch die mit dem Angebot verbundenen Kosten der Zielgesellschaft, schon von vornherein keine Material-Adverse-Change-Klausel auslösen[1370]. Der Anwendungsbereich einer Material-Adverse-Change-Klausel wird aber auch durch eine Due Diligence des Anbieters eingeschränkt; sofern der Anbieter vor der Publikation seines Angebotes eine Due Diligence durchgeführt hat, kann er sich, gestützt auf eine Material-Adverse-Change-Klausel, nicht mehr auf Veränderungen berufen, die er im Rahmen der Due Diligence erkannt hat oder hätte erkennen können; er kann daher durch eine Material-Adverse-Change-Klausel höchstens noch solche Umstände abdecken, welche in der Due Diligence nicht offengelegt worden sind[1371].

1366 Ziff. III.D.2.3.

1367 Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.8.7); vgl. die Klausel bei Tschäni/Iffland (2002), S. 166 sowie Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 151.

1368 Ein Beispiel findet sich im Angebot von Sumida für Saia-Burgess (Bedingung g), Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E).

1369 Schleiffer (2004), S. 100.

1370 Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.4.4.1).

1371 Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.3.5.2).

6.1.2.13 Abschluss von Mandatsverträgen mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft

Um die Gesellschaft über die vorne erwähnten spezifischen Material-Adverse-Change-Klauseln hinaus vor Veränderungen zu schützen, stellen einzelne Anbieter ihr Angebot unter die Bedingung, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bzw. eine Mehrheit seiner Mitglieder mit dem Anbieter Mandatsverträge abschliesst, sofern dem Anbieter die Mehrheit der Aktien angedient worden ist. Diese Mandatsverträge sehen typischerweise vor, dass der Verwaltungsrat die Gesellschaft nur noch im Rahmen des bisherigen ordentlichen Geschäftsganges führen darf, und verbieten zum Teil auch spezifisch gewisse Handlungen, die nach Ansicht des Anbieters für die Gesellschaft schädlich sind bzw. seinen Interessen widersprechen[1372]. Soweit derartige Verträge die betreffenden Verwaltungsräte nicht daran hindern, die Gesellschaft im Rahmen des bisherigen ordentlichen Geschäftsganges zu führen, und alle Handlungen erlauben, zu denen der Verwaltungsrat gesetzlich verpflichtet ist, erachtet die Übernahmekommission eine derartige Bedingung als zulässig[1373]. M.E. ist eine derartige Bedingung aber unzulässig, da sie den Verwaltungsrat zwingt, sich einseitig an die Interessen eines Mehrheitsaktionärs zu binden. Ein derartiger Zwang zur Bindung an einen Aktionär ist dem schweizerischen Aktienrecht und dem Charakter einer Publikumsgesellschaft aber fremd, da der Verwaltungsrat die Interessen der Gesellschaft und nicht einzelner Aktionäre zu vertreten hat[1374]. Indem die Übernahmekommission derartige Bedingungen zulässt, greift sie letztlich unzulässigerweise in die aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates ein und zwingt diesen zu einer Bindung an den Hauptaktionär, die der Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre widerspricht. Der Verwaltungsrat kommt durch eine derartige Bedingung letztlich in einen unlösbaren Interessenkonflikt; er kann nur noch zwischen der Alternative wählen, ein Angebot, das von der Mehrheit der Aktionäre angenommen wurde, zu Fall zu bringen, oder aber gegen seine gesetzliche Pflicht, alle Aktionäre gleich zu behandeln, zu verstossen.

6.1.2.14 Entwicklung der ökonomischen Rahmenbedingungen

Genau wie Veränderungen bei der Zielgesellschaft selbst können auch Veränderungen in den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, wie insbesondere ein plötzlicher Börsenzusammenbruch oder ein unvorhergesehener Zinsanstieg, dazu führen, dass die zu einem bestimmten Preis geplante Übernahme ihre wirtschaftliche Grundlage verliert bzw. nicht mehr finanziert werden kann.

1372 Da der Schutz durch derartige Mandatsverträge erst greifen kann, wenn bereits eine Mehrheit der Aktien angedient worden ist, können die betreffenden Verträge den Anbieter nur für den Zeitpunkt schützen, der zwischen dem Abschluss der Angebotsfrist und der Neuwahl des Verwaltungsrates nach Vollzug des Angebotes liegt. Damit ist der Schutz durch eine derartige Klausel in zeitlicher Hinsicht eingeschränkt.

1373 Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.4.10).

1374 Die UEK gibt in dieser Weise der Tatsache, dass ein Aktionär die Mehrheit an einer Gesellschaft übernommen hat, eine aktienrechtliche Bedeutung, die diese nicht hat; erwirbt ein Aktionär an einer nicht kotierten Gesellschaft die Mehrheit der Aktien, so kann er vom Verwaltungsrat ebenfalls nicht verlangen, dass sich dieser nach seinen Vorstellungen verhält; er kann nur gemäss Art. 699 OR die Einberufung einer Generalversammlung verlangen und an dieser neue Verwaltungsratsmitglieder wählen.

Der Anbieter kann sich vor derartigen makroökonomischen Schocks dadurch schützen, dass er sein Angebot unter die Bedingung stellt, dass bestimmte Devisenkurse, Aktienindices oder Zinssätze die im Angebot definierten Grenzen nicht über- bzw. unterschreiten[1375]. Nach der Praxis der Übernahmekommission muss die Abweichung aber eine Grösse erreichen, die tatsächlich die ökonomischen Grundlagen der Transaktion gefährdet, weshalb der vom Anbieter definierte Grenzwert wesentlich unter dem Stand liegen muss, den der betreffende Kurs bzw. Index bei der Publikation des Angebotes erreicht. Überdies muss die Unterschreitung auch nachhaltig sein. In diesem Sinne genügt es nicht, dass der im Angebot definierte Grenzwert nur kurzfristig unterschritten wird; die Unterschreitung muss mehrere Tage anhalten, damit sie den Anbieter auch tatsächlich zu einem Rücktritt berechtigt[1376].

6.1.2.15 Cross Conditions bei verbundenen Angeboten

Zum Teil kommt es vor, dass zwei öffentliche Angebote aufeinander abgestimmt sind, da sie Teil eines gesamten Transaktionskonzeptes sind. Dieser Fall ergab sich zum Beispiel bei dem im Jahr 1999 geplanten Zusammenschluss von Kuoni Reisen Holding AG und First Choice PLC, der dadurch vollzogen werden sollte, dass die neu gegründete Kuoni Holdings PLC sowohl den Aktionären der Kuoni Reisen Holding AG wie auch den Aktionären der First Choice PLC das Angebot machte, ihre Aktien in Aktien der Kuoni Holdings PLC zu tauschen[1377]. In einem derartigen Fall ist es möglich, die Angebote der Bedingung zu unterstellen, dass alle Bedingungen des jeweils anderen Angebotes erfüllt werden, um so sicherzustellen, dass nicht die eine Übernahme ohne die andere vollzogen wird[1378].

6.2 Unzulässige Bedingungen

6.2.1 Grundsätze

Bedingungen, die den vorne in Ziff. III.D.6.1.1 dargestellten Kriterien nicht entsprechen, d.h. Bedingungen, deren Eintritt der Anbieter selbst massgeblich beeinflussen kann, an denen der Anbieter kein berechtigtes Interesse hat, die unlauter sind, deren Eintritt nicht objektiv festgestellt werden kann oder deren

---

1375 Für ein Beispiel derartiger Klauseln vgl. die Bedingungen b und c des Angebotes der Assicurazioni Generali an die Aktionäre der Generali (Schweiz) Holding, zitiert in der Empfehlung der UEK vom 6. April 2006 i.S. Generali (Sachverhaltsdarstellung D): Im konkreten Fall beziehen sich die Bedingungen auf die Entwicklung des Swiss Performance Index und des Zehn-Jahres-Swapsatzes in Euro. vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 149.

1376 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. März 2003 i.S. Unigestion (E.5.2.2); Schärer/Aregger (2003), S. 157; Schleiffer (2004), S. 93 und S. 98. Unzulässig wäre dagegen eine breit definierte „Material-Adverse-Change-Klausel", die allgemein auf eine negative Veränderung der ökonomischen Rahmenbedingungen abstellt; der Eintritt einer derartigen Bedingung wäre nicht objektiv feststellbar und würde damit rein vom Ermessen des Anbieters abhängen, was sie in wirtschaftlicher Betrachtung zu einer gemäss Art. 13 Abs. 1 UEV unzulässigen Potestativbedingung machen würde.

1377 Vgl. zu derartigen Transaktionen Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 146.

1378 Empfehlung der UEK vom 17. Juni 1999 i.S. Kuoni, vgl. die entsprechende Klausel bei Tschäni/Iffland (2002), S. 149 sowie weitere Beispiele bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 145.

Eintritt nicht realistisch ist, sind nicht zulässig[1379]. Sie gelten nach der Praxis der Übernahmekommission als nicht geschrieben, weshalb das Angebot ohne die betreffende Bedingung weiter gilt und der Anbieter nicht geltend machen kann, er hätte das Angebot ohne Bedingung nicht gemacht[1380]. Die Übernahmekommission lässt es aber immerhin in Analogie zu den Regeln über die Teilnichtigkeit im Sinne von Art. 20 Abs. 2 OR zu, dass der Anbieter eine in der Voranmeldung aufgeführte unzulässige Bedingung im definitiven Angebotsprospekt durch eine inhaltlich eingeschränkte und entsprechend zulässige Bedingung ersetzt[1381].

Der Anbieter kann der ersatzlosen Streichung von unzulässigen Bedingungen bzw. der Reduktion derartiger Bedingungen auf ein zulässiges Mass nicht dadurch entgehen, dass er in seinem Angebot die weitere Bedingung aufnimmt, dass das Angebot nur gültig ist, wenn die Übernahmekommission die im Angebot vorgesehenen Bedingungen als gültig anerkenne. Eine derartige Bedingung muss unzulässig sein, da der Anbieter auf diese Weise die gesetzliche Regelung unterlaufen würde, die zum Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft den Weiterbestand des Angebotes vorsieht[1382].

6.2.2 Kasuistik

Nach der Praxis der Übernahmekommission sind insbesondere folgende Bedingungen unzulässig:

6.2.2.1 Allgemeine Material-Adverse-Change-Klausel

Eine allgemein formulierte Material-Adverse-Change-Klausel[1383], die dem Anbieter erlaubt, von seinem Angebot zurückzutreten, wenn sich bei der Zielgesellschaft oder im wirtschaftlichen Umfeld Änderungen ergeben, welche den Wert der Zielgesellschaft vermindern, ist unzulässig, da der Eintritt einer derartigen Bedingung objektiv nicht feststellbar ist bzw. stark vom Ermessen des Anbieters abhängt[1384]. M.E. ist eine derartige Klausel auch dann nicht zulässig, wenn die Grenze der Erheblichkeit betragsmässig fixiert wird, da in einem derartigen Fall noch immer unklar ist, welche spezifischen Änderungen für die Auslösung dieser Bedingung relevant sind, und daher der Anbieter bei der Anwendung dieser Klausel trotz der betraglichen Begrenzung zu viel Ermessensspielraum hat[1385]. Wie vorne dargestellt, ist es aber möglich, das Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass spezifische, objektiv feststellbare Verän-

---

1379 Tschäni (2003a), S. 355; Tschäni/Iffland (2002), S. 169.

1380 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.6); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 127.

1381 Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3.3); vgl. Reutter (2002), S. 252 ff.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 128.

1382 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.6); Reutter (2002), S. 202.

1383 Zum Begriff der MAC-Klausel Schleiffer (2004), S. 55 ff.

1384 Vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 156; Schleiffer (2004), S. 75.

1385 Vgl. aber das bei Tschäni/Iffland (2002), S. 168 erwähnte Beispiel des Angebotsprospektes der Synthes-Stratec an die Aktionäre der Stratec Holding AG vom 31. März 1999.

derungen bei der Zielgesellschaft oder in den wirtschaftlich massgebenden Rahmenbedingungen eingetreten sind und ihre negativen Auswirkungen bestimmte im Angebot festgelegten Grenzwerte überschritten haben[1386].

6.2.3 Finanzierung des Angebotes

Ein öffentliches Angebot kann nicht unter die Bedingung gestellt werden, dass der Anbieter die notwendige Finanzierung für sein Angebot erhält. Die Finanzierung muss vielmehr bereits bei Publikation des Angebotes vorliegen, was auch von der Prüfstelle, die das Angebot prüft, kontrolliert werden muss[1387]. Immerhin ist es nach der Praxis der Übernahmekommission aber möglich, das Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass die Generalversammlung des Anbieters einer Kapitalerhöhung, die zur Finanzierung der Übernahme notwendig ist, zustimmt[1388]. Diese Ausnahme vom Grundsatz, dass der Anbieter über die notwendige Finanzierung verfügen muss, ist m.E. aber sachlich nicht gerechtfertigt, da sie die Eigenkapitalfinanzierung gegenüber der Fremdkapitalfinanzierung bevorzugt[1389].

Wie vorne dargestellt, kann allerdings ein Tauschangebot der Bedingung unterstellt werden, dass die Generalversammlung der Gesellschaft, deren Aktien zum Tausch angeboten werden, der betreffenden Kapitalerhöhung zustimmt. Damit werden zwar Tauschangebote gegenüber Barangeboten privilegiert, dies ist jedoch bei Tauschangeboten erforderlich, da es in den meisten Fällen nicht möglich ist, ohne eine Generalversammlung die betreffenden Aktien auszugeben und das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre auszuschliessen[1390]. Problematisch bleibt jedoch immer, dass auf diese Weise die Aktionäre des Anbieters faktisch ein Vetorecht gegenüber der Akquisition haben, das sie nach der Publikation des Angebotes ausüben können.

6.2.4 Bedingungen, die in unlauterer Weise in die Handlungsautonomie der Gesellschaft eingreifen

Nach der Praxis der Übernahmekommission sind Bedingungen unzulässig, die in den unentziehbaren Kompetenzbereich des Verwaltungsrates eingreifen. In

---

1386 Vgl. die Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse; s. auch die Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.1).

1387 Schott (2008), S. 526; Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.5.1 hinten.

1388 Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.8.11).

1389 Wird Eigenkapital durch eine Kapitalerhöhung beschafft, so wäre es genau wie bei der Kreditaufnahme zumutbar, die Kapitalerhöhung schon vor der Publikation des Übernahmeangebotes durchzuführen; eine derartige Kapitalerhöhung kann ohne weiteres in der Vorbereitungsphase einer Übernahme durchgeführt werden. Da das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre gewahrt wird, ist es nicht einmal notwendig, die Kapitalerhöhung mit einer spezifischen Übernahme zu begründen.

1390 Die Kapitalerhöhung zur Schaffung von Aktien für Tauschangebote unterscheidet sich primär dadurch von der Kapitalerhöhung zur Beschaffung neuer Eigenmittel, da die Bezugsrechte der bisherigen Aktionäre entzogen werden müssen. Dieser Entzug ist nur möglich, wenn mit dem konkreten Übernahmeprojekt begründet werden kann, weshalb die entsprechende Kapitalerhöhung erst nach Publikation des Angebotsprospektes bzw. einer Voranmeldung durchgeführt werden kann.

diesem Sinne sind insbesondere Bedingungen unzulässig, die den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in einen Interessenkonflikt bringen, weil er einerseits durch die betreffende Bedingung zu einem Verhalten gezwungen wird, das seinen Pflichten als Organ widerspricht, und andererseits die Interessen der Aktionäre verletzt, wenn er durch ein aktienrechtlich richtiges Verhalten die betreffende Bedingung des Angebotes verletzt[1391]. In diesem Sinne sind insbesondere folgende Bedingungen unzulässig:

– Gewährung von Ausnahmen von Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung

  Bedingungen, die vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verlangen, dass er den Anbieter über die von der statutarischen Vinkulierung vorgesehene Grenze hinaus als stimmberechtigten Aktionär einträgt[1392], sind unzulässig. Der Verwaltungsrat würde mit einer derartigen Ausnahme faktisch die Vinkulierung aufheben und damit unzulässigerweise in die Kompetenzen der Generalversammlung eingreifen, da die Änderung der entsprechenden Statutenbestimmung allein in der Kompetenz der Generalversammlung liegt[1393].

– Zulassung zu einer Due Diligence

  Ebenfalls unzulässig ist eine Bedingung, die den Verwaltungsrat zwingen würde, eine Due Diligence zuzulassen[1394]. Der Verwaltungsrat muss bei einem Entscheid über die Zulassung zur Due Diligence im Rahmen seines pflichtgemässen Ermessens die Interessen des Unternehmens an der Geheimhaltung der betreffenden Tatsachen gegen das Interesse der Aktionäre an einer Übernahme abwägen und darf deshalb bezüglich einer Due Diligence nicht durch eine entsprechende Bedingung unter Zugzwang gesetzt werden[1395].

– Eingriffe in die normale Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft

  Ebenfalls unzulässig sind Bedingungen, die den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft de facto dazu zwingen, Handlungen, die zur normalen Führung des Unternehmens notwendig sind, zu unterlassen oder diese nur

---

1391 Vgl. Gehrer (2002), S. 482; vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 150; Reutter (2002), S. 160.

1392 Vgl. das Beispiel bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 157.

1393 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E.2.3); Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E.1.2); Wey (2002), S. 198; Tschäni/Iffland (2002), S. 169 f.; zum Teil kritisch Reutter (2002), S. 188 ff.

1394 Vgl. das Beispiel aus dem Angebotsprospekt der Sumida für die Saia-Burgess, dargestellt in Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 160.

1395 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.11.4); Reutter (2002), S. 187; Margiotta (2006), S. 231. Kritisch dazu Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 160 f., die in der Praxis der UEK eine Behinderung feindlicher Angebote sehen; diese Kritik überzeugt nicht, da damit letztlich eine weder im Gesetz noch in der Verordnung vorgesehene Pflicht zur Zulassung einer Due Diligence eingeführt würde.

noch gemäss den Instruktionen des Anbieters auszuführen[1396]. Mit einer derartigen Bedingung würde der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft daran gehindert, seinen Pflichten gemäss Art. 717 OR nachzukommen und die Interessen der Zielgesellschaft zu wahren. De facto würde der Verwaltungsrat die Kompetenz zur Führung der Geschäfte des Unternehmens mit dem Anbieter teilen, was letztlich der zwingenden Kompetenzaufteilung der Aktiengesellschaft und der Pflicht zur Gleichbehandlung aller Aktionäre widersprechen würde.

6.2.5 Bedingungen zur Vermeidung gesetzlicher Rechtsfolgen

Ebenfalls unzulässig sind Bedingungen, mit denen ein Anbieter versucht, den Rechtsfolgen unzulässiger Bedingungen zu entgehen, indem er beispielsweise festhält, dass das Angebot dahinfällt, wenn die Übernahmekommission einzelne Bedingungen seines Angebotes nicht zulässt[1397] oder die Übernahmekommission bzw. die SEC den Anbieter dazu verpflichten, das Angebot auf Personen auszudehnen, die er mittels einer Purchase Restriction[1398] vom Angebot ausgeschlossen hat[1399].

6.3 Die Laufzeit und Wirkung von Bedingungen

6.3.1 Beschränkung auf Suspensivbedingungen

Ein öffentliches Angebot kann nur unter Suspensivbedingungen gestellt werden. Über Eintritt oder Ausfall der Bedingungen, unter denen ein Angebot steht, muss daher spätestens vor dem Vollzug Klarheit bestehen. Bei öffentlichen Übernahmeangeboten sind dagegen keine Resolutivbedingungen zulässig, deren Erfüllung bzw. Nichterfüllung nach Vollzug zur Aufhebung des vollzogenen Angebotes und zu dessen Rückabwicklung führen würde[1400].

1396 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.3.2); Schärer (2005), S. 75; vgl. aber die Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3), wo die UEK – m.E. unrichtigerweise – eine Bedingung erlaubte, die dem Verwaltungsrat der Centerpulse de facto untersagte, Vermögenswerte in einem Betrag von über CHF 100'000 zu kaufen oder zu verkaufen.

1397 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.6); vgl. die entsprechende Klausel bei Tschäni/Iffland (2002), S. 169.

1398 Dazu Ziff. III.D.1.3 vorne.

1399 Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.1.2.3.3); vgl. die entsprechende Klausel bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 159.

1400 Verwirrend war deshalb die Terminologie, die im Rahmen der bis 31.12.2008 geltenden UEV-UEK galt. Auch unter dem damals geltenden Art. 13 UEV-UEK waren nur Suspensivbedingungen zulässig, d.h. ein Übernahmeangebot konnte nicht unter eine Bedingung gestellt werden, deren Nichterfüllung zur Rückabwicklung eines vollzogenen Angebotes führen konnte. Allerdings wurden – in Abweichung von der normalen vertragsrechtlichen Terminologie – Bedingungen, welche bis zum Ablauf der Angebotsfrist erfüllt werden mussten, als "Suspensivbedingungen" bezeichnet, während Bedingungen, welche zum Aufschub des Vollzugs nach Ablauf der Angebotsfrist führten, als "Resolutivbedingungen" bezeichnet; zu dieser Terminologie vgl. Reutter (2002), S. 99 ff.; Tschäni/ Iffland/Diem (2007), S. 122; Schärer (2005), S. 72.

6.3.2 Erfüllung der Bedingungen während der Angebotsfrist

Gemäss Art. 13 Abs. 5 UEV muss der Anbeiter beim Ablauf der Angebotsfrist, d.h. im Zeitpunkt in dem er das definitive Zwischenergebnis mitteilt[1401], feststellen, ob eine Bedingung erfüllt ist, so dass er zusammen mit der Bekanntgabe des Zwischenergebnisses mitteilen kann, ob das Angebot vollzogen wird. Mit dieser zeitlichen Beschränkung der Bedingungen auf die Angebotsfrist soll sichergestellt werden, dass für die Aktionäre der Zielgesellschaft am Ende der Angebotsfrist Klarheit über die Verbindlichkeit des Angebotes besteht und die Anleger, die das Angebot während der Nachfrist annehmen, von klaren Verhältnissen ausgehen können, d.h. sicher sind, dass sie ihre Aktien mit der Annahme des Angebotes während der Nachfrist auch tatsächlich verkaufen[1402].

6.3.3 Bedingungen, die zum Aufschub des Vollzuges führen

Bedingungen, die über die Annahmefrist hinaus gelten, haben zur Folge, dass der Vollzug aufgeschoben werden muss, bis die betreffende Bedingung erfüllt worden ist[1403]. Daher führen sie für die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot angenommen haben zu einem Schwebezustand: diese sind an ihre Annahme des Angebotes gebunden, d.h. müssen die Aktien bei Eintritt der Bedingung dem Anbieter verkaufen, wissen aber nicht, ob und wann die Übernahme tatsächlich vollzogen wird. Da dieser Schwebezustand für die Aktionäre der Zielgesellschaft unvorteilhaft ist, darf ein Angebot gemäss Art. 13 Abs. 6 UEV nur mit Bewilligung der Übernahmekommission unter Bedingungen gesellt werden, die nach Ablauf der Angebotsfrist erfüllt werden[1404]. Voraussetzung für eine Zustimmung der Übernahmekommission ist gemäss dieser Bestimmung, dass der Anbieter überwiegende Interessen an einer Verlängerung der Bedingungsfrist darlegt. Die Übernahmekommission erteilt in der Praxis daher eine derartige Zustimmung, wenn es objektiv nicht möglich ist, eine für den Vollzug des Angebotes notwendige Bedingung innert der Angebotsfrist von maximal 40 Börsentagen zu erfüllen und das Interesse des Anbieters an der Klärung der betreffenden Bedingung grösser ist als das Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft an einer schnellen Abwicklung

---

1401 Dazu Ziff. III.G.4.1 hinten.

1402 Wey/Huber (2001), S. 149; Schleiffer (2004), S. 81; Tschäni/Iffland (2002), S. 150.

1403 In ihrer Praxis lässt die UEK einen Aufschub des Vollzuges um bis zu vier Monaten zu; eine darüberhinausgehende Verlängerung wird nur gestattet, wenn der Anbieter ein spezielles Interesse nachweist und glaubhaft macht, dass die ausstehenden Bedingungen innert relativ kurzer Frist erfüllt werden; Verfügung 382/02 der UEK vom 11. März 2009 i.S. Ciba (E.2); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.3.2).

1404 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.5.2); Wey/Huber (2001), S. 149; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 181.

des Verkaufes[1405]. Im Sinne dieser Überlegungen lässt die Übernahmekommission insbesondere folgende Bedingungen als Resolutivbedingungen zu:

– Behördliche Bewilligungen

  Bedingungen, die sich auf die Erteilung notwendiger behördlicher Bewilligungen beziehen, erfüllen im Allgemeinen die Voraussetzungen für die Zulassung von Resolutivbedingungen, da einerseits ein Vollzug der Übernahme nur nach Erteilung der entsprechenden Bewilligung möglich ist, andererseits aber auch die Dauer des Bewilligungsverfahrens nicht dem Anbieter angelastet werden kann, sondern sich letztlich allein aus den anwendbaren Rechtsvorschriften ergibt. Daher lässt die Übernahmekommission in ständiger Praxis Bedingungen bezüglich behördlicher Bewilligungen eine Bedingung zu, die über die Angebotsfrist hinaus gilt; im Vordergrund stehen dabei die kartellrechtlichen Bewilligungen, bei denen das Verfahren regelmässig länger dauert, als die Annahmefrist des Angebotes[1406].

– Kapitalerhöhungsbeschlüsse und Kotierung bei Tauschangeboten

  Wenn der Anbieter bei einem Tauschangebot zur Schaffung der für den Tausch notwendigen Aktien eine Kapitalerhöhung durchführen muss und die Generalversammlung wegen der gesetzlichen bzw. statutarischen Einladungsfrist einen entsprechenden Kapitalerhöhungsbeschluss erst nach Ablauf der Annahmefrist fassen kann, so kann die entsprechende Verzögerung dem Anbieter nicht angelastet werden. Daher ist es möglich, bei Tauschangeboten eine Bedingung betreffend Kapitalerhöhungsbeschluss erst nach Abschluss der Angebotsfrist zu erfüllen[1407]. Das Gleiche gilt auch für eine Bedingung betreffend Kotierung der zum Tausch angebotenen Effekten, da auch beim Kotierungsverfahren die zeitlichen Abläufe nicht vom Anbieter gesteuert werden[1408].

– Änderung von Statutenbestimmungen der Zielgesellschaft

1405 Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Juni 1998 i.S. Zürich (E.3); Empfehlung der UEK vom 13. Juli 2001 i.S. Alpin; Empfehlung der UEK vom 21. März 2001 i.S. Selecta (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E6.2); Schärer/Aregger (2003), S. 156; Gehrer (2002), S. 481. Wey/Huber (2001), S. 149; von der Crone (2000b), S. 171; vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 172 ff. zu den einzelnen Fallgruppen und mit Kritik an der zum Teil schwankenden Praxis der UEK.

1406 Diese Bedingung findet sich heute auch bei einer grossen Zahl von öffentlichen Angeboten: vgl. die Empfehlung der UEK vom 15. Dezember 2000 i.S. Axantis (E.2); Empfehlung der UEK vom 3. Juli 2000 i.S. Esec (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.8.12); von der Crone (2000b), S. 171; Reutter (2002), S. 183 f.

1407 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.11.9); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.1.2.3.2); Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer AG; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 142 f. Empfehlung der UEK vom 9. Jun i 2007 i.S. Converium (E.12.2).

1408 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.11.10).

Auch die Bedingung, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft eine zur Erlangung der Kontrolle notwendige Statutenänderung beschliesst oder einen neuen Verwaltungsrat wählt, kann so formuliert werden, dass sie über die Angebotsfrist hinaus gilt[1409]. Auch in diesem Fall wird die Verzögerung primär durch die gesetzlichen Fristen für die Einberufung einer Generalversammlung verursacht und kann daher nicht dem Anbieter angelastet werden[1410]. Die Geltung dieser Bedingung über die Angebotsfrist hinaus, muss aber auch schon allein deshalb zulässig sein, weil der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das Angebot andernfalls durch die Verzögerung der Generalversammlung zu Fall bringen könnte[1411].

– Bedingungen betreffend Vereitelung der Transaktion

Sofern ein Übernahmeangebot unter einer längerfristigen Bedingung steht, weil im Sinne der oben dargestellten Erwägungen ein für den Vollzug der Transaktion unabdingbares Ereignis nicht innerhalb der Angebotsfrist herbeigeführt werden kann, lässt die Übernahmekommission in der Praxis für die Zeit bis zur Erfüllung dieser Bedingungen auch noch weitere Bedingungen zu, die dazu dienen, den Anbieter vor Handlungen der Zielgesellschaft zu schützen, die für ihn nachteilig sind[1412]. Diese Bedingungen werden als längerfristige Bedingungen zugelassen, weil der Anbieter in diesem Bereich bis zum Vollzug des Angebotes ein legitimes Schutzbedürfnis hat. So kann beispielsweise vorgesehen werden, dass das Angebot dahinfällt, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in der Zeit bis zur Erfüllung der materiell entscheidenden Bedingungen Abwehrmassnahmen ergreift[1413] oder aber die Generalversammlung der Zielgesellschaft Beschlüsse fasst, welche sich für den Anbieter negativ auswirken bzw. die Übernahme der Kontrolle verhindern, wie z.B. die Einführung einer Vinkulierung bzw. einer Stimmrechtsbeschränkung oder auch die Durchführung einer Spaltung oder Fusion sowie die Zahlung hoher Dividenden[1414]. Auch die Bedingung, dass keine Verfügung oder keine Urteile vorliegen, welche die geplante Übernahme verbieten, ist nach der Praxis der Übernahmekommission als längerfristige Bedingung

---

1409 Empfehlung der UEK vom 14. März 2007 i.S. Gétaz Romang (E.5.2.4 betr. Statutenänderung; E.5.2.5 betr. Neuwahl des Verwaltungsrates).

1410 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 164 f.

1411 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.5.2); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.2); Wey/Huber (2001), S. 149; Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (E.4.6.4). Aus dem gleichen Grund kann das Angebot auch unter die Resolutivbedingung gestellt werden, dass der Verwaltungsrat den Anbieter tatsächlich im Aktienbuch einträgt, wenn die Vinkulierungsklausel aufgehoben wurde.

1412 Empfehlung der UEK vom 23. März 2006 i.S. Amazys (E.5.9.3); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.3.8); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 126/127.

1413 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.8.4); Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.8).

1414 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 127.

während des Zeitraumes zulässig, in dem die materiell wesentlichen Bedingungen noch nicht erfüllt sind, da vom Anbieter nicht verlangt werden kann, dass er ein Angebot vollzieht, das untersagt worden ist[1415]. Material-Adverse-Change-Klauseln dagegen können auch dann nicht zu längerfristigen Bedingungen werden, wenn noch materiell wesentliche Bedingungen über die Angebotsfrist hinaus ausstehend sind, da das Risiko für die geschäftliche und finanzielle Entwicklung der Zielgesellschaft in dem Zeitpunkt auf den Anbieter übergeht, in dem der Anbieter das Zwischenergebnis bekanntgibt und dabei erklärt, dass das Angebot zustande gekommen ist. Von diesem Zeitpunkt an sind auch die Aktionäre der Zielgesellschaft an die Annahme des Angebotes gebunden und können bei einer positiven Entwicklung der Zielgesellschaft nicht mehr von der Annahme des Angebotes zurücktreten[1416].

Formelle Voraussetzung für die Zulassung einer längerfristigen Bedingung ist, dass der Anbieter bereits im Übernahmeprospekt festhält, dass die betreffende Bedingung zur Resolutivbedingung wird, falls sie beim Ablauf des Angebotes noch nicht erfüllt worden ist[1417]. Damit wird sichergestellt, dass den Aktionären der Zielgesellschaft von Anfang an bewusst ist, dass ein Angebot auch nach dem Ablauf der Annahmefrist noch in der Schwebe bleibt und allenfalls sogar dahinfallen kann.

6.3.4 Stellung der Aktionäre während der Schwebezeit des bedingten Angebotes

Bleibt aufgrund einer Bedingung während längerer Zeit nach Ablauf der Annahmefrist unklar, ob ein Angebot wieder dahinfällt, so ist dies für die Aktionäre der Zielgesellschaft problematisch, da sie einerseits während der gesamten Zeit aufgrund ihrer Annahmeerklärung gebunden sind und dementsprechend nicht über die betreffenden Beteiligungspapiere verfügen können, andererseits aber nicht wissen, ob das Angebot tatsächlich rechtswirksam ist und vollzogen wird. Ergibt sich im Anschluss an ein langes Angebotsverfahren aufgrund einer längerfristigen Bedingung noch eine lange Zeit der Unsicherheit[1418], so kann die Übernahmekommission eine Bedingung ablehnen und vom Anbieter verlangen, dass er entweder vom Angebot zurücktritt oder Massnahmen trifft, die es ihm ermöglichen, das Angebot schon vor Erfüllung der betreffenden Bedingung zu vollziehen. So kann die Übernahmekommission beispielsweise bei längeren kartellrechtlichen Verfahren anordnen, dass der

---

1415 Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.5.3).

1416 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.8.4); Empfehlung der UEK vom 19. März 2001 i.S. Sulzer (E.5.2); Schleiffer (2004), S. 99; vgl. Reutter (2002), S. 170 f.; Margiotta (2006), S. 231; a.M. Tschäni/Iffland (2002), S. 174; differenziert für die Adverse Change Klauseln in „Spezialsituationen" Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 123; vgl. auch noch die Empfehlung der UEK vom 26. März 1999 i.S. Stratec (E.3), wo eine derartige Klausel noch zugelassen wurde.

1417 Vgl. Empfehlung der UEK vom 3. Juli 2000 i.S. Esec (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 15. Dezember 2000 i.S. Axantis (E.2); vgl. für ein Beispiel eines derartigen Vorbehaltes Tschäni/Iffland (2002), S. 171 sowie Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 162.

1418 Die UEK lässt im Allgemeinen den Aufschub des Angebotes von zwei bis vier Monaten zu, vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.3.2).

Anbieter unabhängig von diesem Verfahren die gültig angebotenen Aktien der Zielgesellschaft übernimmt und zu diesem Zweck selber eine Lösung findet, die kartellrechtskonform ist[1419]. Nach der Praxis der Übernahmekommission ist es möglich, den Vollzug um bis zu vier Monate nach Ablauf der Nachfrist aufzuschieben. Eine weitere Verlängerung wegen ausstehender Bedingungen wird dagegen nur zugelassen, wenn der Anbieter ein spezielles Interesse nachweist und glaubhaft macht, dass die ausstehenden Bedingungen in relativ kurzer Frist erfüllt werden[1420].

M.E. könnte die Problematik von längerfristigen Bedingungen für die Aktionäre der Zielgesellschaft wesentlich entschärft werden, wenn derartige Bedingungen nur noch zugelassen werden, sofern eine zweite Handelslinie eingerichtet wird, an der die Beteiligungsrechte gehandelt werden können, für die das Angebot angenommen wurde[1421]. Auf diese Weise können die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot angenommen haben, ihre Aktien während der Zeit, in der unklar ist, ob die Bedingung erfüllt wird, weiterhin verkaufen. In diesem Zeitraum wird sich auf dieser zweiten Handelslinie ein Arbitrage-Markt entwickeln, bei dem der Börsenkurs unter dem Angebotspreis notiert, wobei sich die Höhe der Differenz zwischen Angebotspreis und Marktpreis nach der Wahrscheinlichkeit richtet, mit der die noch offenen Bedingungen nach Erwartung der Marktteilnehmer erfüllt werden.

6.4 Nichterfüllung einer Bedingung

Wird eine Bedingung am Ende der Angebotsfrist nicht erfüllt oder zeigt es sich nach dem Ablauf der Angebotsfrist, dass eine längerfristige Bedingung nicht erfüllt werden kann, so fällt das Angebot, dahin, sofern der Anbieter nicht auf die betreffende Bedingung verzichtet. Der Anbieter muss das Dahinfallen des Angebotes dementsprechend bei der Bekanntgabe des definitiven Zwischenergebnisses den Aktionären der Zielgesellschaft mitteilen. Ist bereits vor diesem Zeitpunkt klar, dass eine Bedingung nicht mehr erfüllt werden kann, so muss der Anbieterden Ausfall der Bedingung unmittelbar nach Kenntnisnahme mitteilen, da er den für die Aktionäre der Zielgesellschaft unsicheren „Schwebezustand“ des Angebotes so rasch wie möglich beenden und Rechtssicherheit schaffen muss[1422]. Nach der Praxis der Übernahmekommission muss diese Mitteilung spätestens innert fünf Börsentagen nach Kenntnisnahme erfolgen[1423], andernfalls wird das Zuwarten des Anbieters als stillschweigender

---

1419 Beispielsweise können in Verhandlungen mit den zuständigen Kartellbehörden zum Teil dadurch Lösungen gefunden werden, dass der Anbieter bis zum Abschluss des Fusionskontrollverfahrens auf die Ausübung der Kontrolle über die Zielgesellschaft verzichtet, indem er die erworbenen Aktien in einen Trust einbringt, dessen Trustees das Recht haben, die betreffenden Aktien zu veräussern, falls sich die zuständigen Wettbewerbsbehörden gegen die entsprechende Übernahme aussprechen sollten.

1420 Empfehlung der UEK vom 15. Juni 2005 i.S. Saia-Burgess (E.3.2); Verfügung 382/02 der UEK vom 11. März 2009 i.S. Ciba (E.2).

1421 Vgl. dazu Ziff. III.G.3.2.

1422 Empfehlung der UEK vom 5. Dezember 2001 i.S. Baumgartner (E.4); Schleiffer (2004), S. 84.

1423 Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.4.2.2.4).

Verzicht auf die betreffende Bedingung ausgelegt. M.E. ist diese Praxis berechtigt, da der Anbieter sonst faktisch bis zum Ablauf der Angebotsfrist eine Call-Option hat, um die angedienten Aktien zu erwerben, während die Aktionäre der Zielgesellschaft, die sein Angebot bereits angenommen haben, an ihre Annahmeerklärung gebunden sind.

6.5 Feststellung des Eintrittes der Bedingungen / Verzicht auf Bedingungen

Gemäss Art. 13 Abs. 5 UEV muss der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist bei der Bekanntgabe des definitiven Zwischenergebnisses mitteilen, ob die von ihm gestellten Bedingungen erfüllt worden sind bzw. ob eine Bedingung weiter gilt, weil sie bis zu diesem Zeitpunkt noch nicht erfüllt werden konnte, aber eine notwendige Bedingung für den Vollzug des Angebotes ist[1424].

Stellt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist fest, dass eine Bedingung nicht erfüllt worden ist, kann er in diesem Zeitpunkt auf die Erfüllung einer Bedingung verzichten, sodass das Angebot auch ohne Erfüllung der betreffenden Bedingung zustande kommt. Ein derartiger Verzicht auf eine Bedingung ist möglich, da dies eine für die Aktionäre günstige Änderung des Angebotes ist, die gemäss Art. 15 UEV zulässig ist[1425]. Anbieter, die mit ihrem Angebot zwar die Mehrheit der Aktien der Zielgesellschaft erhalten haben, nicht aber einen in der betreffenden Bedingung erwähnten höheren Anteil wie z.B. 66⅔%, verzichten in der Praxis häufig auf diese Bedingung und erklären, dass ihr Angebot gültig zustande gekommen ist, obwohl die betreffende Bedingung nicht erfüllt worden ist. Während der Nachfrist erreichen sie dann die ursprünglich angestrebte qualifizierte Mehrheit meistens doch noch, da es für die Aktionäre der Zielgesellschaft wenig sinnvoll ist, ihre Aktien weiter zu behalten, wenn der Anbieter bereits eine Mehrheit erreicht hat.

7. Die Bindung des Anbieters an sein Angebot

7.1 Die Bindungswirkung des Angebotes

Hat ein Anbieter einen Angebotsprospekt publiziert[1426], so ist er grundsätzlich an sein Angebot gebunden und kann dieses im Verlaufe der Angebotsfrist weder zulasten der Aktionäre der Zielgesellschaft ändern noch zurückziehen. Diese Bindung an das Angebot kann für den Anbieter zum ökonomischen Problem werden, da er während der gesamten Angebotsfrist – die allenfalls durch Konkurrenzofferten erheblich verlängert werden kann – an sein Angebot gebunden ist und auch bis zum Ende der Angebotsfrist seine Erfüllungsbe-

---

1424 Vgl. dazu Ziff. III.G.4.1 hinten.

1425 Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.5); Schleiffer (2004), S. 86; Tschäni/Iffland (2002), S. 170 f.; Reutter (2002), S. 139 f. Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 161 mit einem Beispiel einer entsprechenden Vorbehaltsklausel.

1426 Publiziert der Anbieter eine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV, so tritt die Bindungswirkung bereits in diesem Zeitpunkt ein.

reitschaft aufrechterhalten muss. Dies gilt grundsätzlich auch dann, wenn sich die ökonomischen Rahmenbedingungen während dieser Zeit ändern oder wenn es bei der Zielgesellschaft selber zu Veränderungen kommt. Das Prinzip der Bindung an ein Angebot wird immerhin soweit gelockert, als der Anbieter sein Angebot im vorne dargestellten Rahmen unter Bedingungen stellen kann, die ihm bei sachgerechter Formulierung erlauben, sich bei massiven Änderungen von seinem Angebot zurückzuziehen[1427].

7.2 Änderungen des Angebotes

Gemäss Art. 15 UEV kann ein Angebot während der Dauer der Angebotsfrist[1428] jederzeit geändert werden, sofern sich die Änderungen gesamthaft betrachtet zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft auswirken[1429]. In diesem Sinne kann der Anbieter Bedingungen aufheben[1430] oder den Angebotspreis erhöhen[1431]. Für die Aktionäre nachteilige Änderungen, wie beispielsweise die Aufnahme zusätzlicher Bedingungen oder die Senkung des Angebotspreises, sind dagegen unzulässig[1432].

Art. 15 Abs. 1 UEV lässt mit der Formulierung, dass sich eine Änderung „gesamthaft gesehen zugunsten der Empfängerinnen“ auswirken muss, aber immerhin die Möglichkeit offen, eine Änderung zuzulassen, die für die Aktionäre der Zielgesellschaft positive und negative Aspekte hat, sofern die positiven Aspekte überwiegen[1433]. Dementsprechend muss die Übernahmekommission bei der Beurteilung einer Angebotsänderung, die sich aus mehreren Komponenten zusammensetzt, die ökonomischen Auswirkungen dieser einzelnen Teilaspekte auf die Aktionäre der Zielgesellschaft analysieren und eine Bilanz aller Auswirkungen ziehen, um festzustellen, ob sich diese in ihrer Gesamtheit positiv auswirken. Eine für die Aktionäre der Zielgesellschaft gesamthaft positive Änderung kann z.B. vorliegen, wenn ein Anbieter ein Barangebot insofern ändert, als er neu einen höheren Betrag verspricht, den Erhöhungsbetrag aber im Sinne eines Tauschangebotes durch die Übergabe von Aktien aufbringt und deshalb das neue, geänderte Angebot unter die Bedingung stellen muss, dass die Generalversammlung des Anbieters tatsächlich der entsprechenden Kapitalerhöhung zustimmt. M.E. dürften bei einer derartigen Änderung min-

---

1427 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.6.1.2.13.

1428 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E1.1); eine spätere – unfreiwillige – Änderung kann sich allerdings ergeben, wenn der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist die Best-Price-Regel verletzt; vgl. für eine derartige Änderung des Angebotes durch den nachträglichen Einbezug von Mitarbeiteroptionen; Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006 i.S. Berna Biotech (E.2.5).

1429 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.1).

1430 Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.5); Empfehlung der UEK vom 22. März 2005 i.S. Forbo (E.1).

1431 Vgl. Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E.5); vgl. Empfehlung der UEK vom 18. April 2001 i.S. Sulzer (E.1); Tschäni (2003a), S. 360.

1432 Von der Crone (2000b), S. 167; Bernet (1998), S. 188 f.

1433 Vgl. Tschäni/Oertle, BSK, (1. Aufl.), N. 16 zu Art. 28 BEHG, die der Ansicht sind, dass sich der Saldo der Änderungen „eindeutig“ zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft auswirken muss.

destens dann die Vorteile überwiegen, wenn der Angebotspreis auf diese Weise erheblich erhöht wird[1434].

Der Anbieter kann sein Angebot gemäss Art. 15 Abs. 3 UEV bis spätestens zum Ablauf der Angebotsfrist ändern, wobei die Änderung in der gleichen Form und in den gleichen Medien wie das ursprüngliche Angebot veröffentlicht werden muss[1435]. Wird die Änderung weniger als zehn Börsentage vor Ablauf des Angebotes veröffentlicht, so muss die Angebotsfrist gemäss Art. 15 Abs. 4 UEV um weitere zehn Börsentage ab Publikation der Änderung verlängert werden[1436], damit die Aktionäre der Zielgesellschaft auf die geänderten Bedingungen reagieren und ihre Aktien noch anbieten können. Sofern der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zum geänderten Angebot allerdings mit dem Prospekt über die Änderung publiziert wird, so verkürzen sich diese Fristen auf fünf Börsentage[1437].

7.3 Widerruf des Angebotes

Der Anbieter kann das Angebot nach der Publikation des Angebotsprospektes bzw. der Voranmeldung nicht widerrufen, sondern bleibt auch bei Veränderungen der Marktlage bzw. der Zielgesellschaft an sein Angebot gebunden[1438].Der Anbieter kann diese Bindung aber immerhin dadurch relativieren, dass er sein Angebot Bedingungen unterstellt, die bei entsprechenden Veränderungen zum Dahinfallen des Angebotes führen können[1439].
Da die Bindungswirkung des Angebotes zwingender Natur ist, ist es dem Anbieter auch nicht möglich, im Angebotsprospekt Widerrufsmöglichkeiten vorzusehen. Da das früher in Art. 51 UEV-UEK[1440] vorgesehene Widerrufsrecht beim Auftritt von Konkurrenzanbietern nicht in die UEV übernommen worden worden ist, kann der Anbieter sich auch nicht vorbehalten, sein Angebot zurückzuziehen, wenn ein höheres Konkurrenzangebot publiziert wird.

Da Gesetz- bzw. Verordnungsgeber den Widerruf von öffentlichen Angeboten zum Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft[1441] ausschliessen wollten, kann sich der Anbieter bei einer Veränderung der Umstände auch nicht auf die allgemeine clausula rebus sic stantibus berufen und sein Angebot bei einer Änderung der Umstände widerrufen[1442]. Will sich der Anbieter ein derartiges

---

1434 Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.1); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 83 zu Art. 28 BEHG.

1435 Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E.1.1); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.1); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 17 zu Art. 28 BEHG.

1436 Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E.4.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E.5.2); Empfehlung der UEK vom 21. Juli 2005 i.S. Leica (E.3).

1437 Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E.4.1).

1438 Bernet (1998), S. 188 ff.

1439 Dazu im Einzelnen Ziff. III.C.6.

1440 Diese Bestimmung galt bis 31.12.2008.

1441 Vgl. Tschäni (2003a), S. 360.

1442 Schleiffer (2004), S. 87 f.

Recht vorbehalten, muss er eine entsprechende, spezifisch ausgestaltete Material-Adverse-Change-Klausel in sein Angebot aufnehmen[1443].

8. Rechtsfolgen eines unzulässigen Angebotes

Entspricht ein Angebot nicht den vorne dargestellten rechtlichen Regeln oder entspricht der Prospekt nicht den in Abschnitt III.F nachfolgend dargestellten Vorschriften, so hat dies folgende Konsequenzen:

8.1 Verbindlichkeit des Angebotes für den Anbieter

Das Börsenrecht sieht als Sanktion für Angebote, die den anwendbaren Rechtsregeln widersprechen, nicht die Ungültigkeit des Angebotes vor[1444]. Eine derartige Rechtsfolge würde dem gesetzgeberischen Ziel, die Aktionäre der Zielgesellschaft zu schützen, widersprechen, da diese durch den Wegfall des Angebotes wesentlich schlechter gestellt würden, als wenn ein – rechtlich mangelhaftes – Angebot vorliegt. Rechtsfolge des Verstosses gegen börsenrechtliche Vorschriften ist vielmehr, dass das Angebot bestehen bleibt, aber inhaltlich den entsprechenden Vorschriften angepasst wird[1445]. Daher bleibt ein Angebot, das den börsenrechtlichen Vorschriften widerspricht, nach vertragsrechtlichen Grundsätzen gültig und kann von den Aktionären der Zielgesellschaft – allenfalls mit den nachfolgend dargestellten Anpassungen – angenommen werden.

8.2 Anpassung unrechtmässiger Angebote

Entspricht ein Angebot nicht den börsengesetzlichen Vorschriften oder ist der Angebotsprospekt ungenügend, so bleibt es gültig, ist aber entsprechend den börsenrechtlichen Vorschriften zu korrigieren:

– Soweit der Angebotsprospekt formelle Mängel aufweist, weil er z.B. nicht alle erforderlichen Angaben enthält, muss der Prospekt verbessert werden, indem ein entsprechender Nachtrag oder in schwerwiegenden Fällen ein revidierter Prospekt veröffentlicht wird, der den gesetzlichen Vorgaben entspricht[1446].

– Soweit das Angebot materiellen Vorschriften widerspricht, gilt das Angebot mit einem Inhalt, der den gesetzlichen Vorgaben entspricht[1447]. Diese Rechtsfolge findet sich ausdrücklich in Art. 10 Abs. 1 UEV bezüglich der Best-Price-Regel: Verletzt ein Anbieter diese Regel und zahlt er bestimmten Aktionären der Zielgesellschaft einen Preis, der über dem An-

---

1443 Vgl. dazu Ziff. III.D.6.1.2.13.

1444 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.6).

1445 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 9 zu Art. 26 BEHG.

1446 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel mit Anweisungen zur Änderung des Prospektes und Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel über den geänderten Angebotsprospekt.

1447 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.6).

gebotspreis liegt, so muss er allen Aktionären der Zielgesellschaft, die das Angebot annehmen, diesen höheren Preis bezahlen[1448]. Die Korrektur des Angebotes ist aber die allgemein anwendbare Rechtsfolge, wenn ein Angebot nicht den Vorschriften entspricht, da letztlich nur diese Rechtsfolge die Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft im Sinne des Zwecks des Börsengesetzes schützt[1449]. Verletzt ein Anbieter mit seinem Angebot beispielsweise Art. 9 Abs. 2 UEV, weil sich sein Angebot nicht auf alle Kategorien kotierter Beteiligungspapiere bezieht, so haben die Aktionäre der Kategorien, die nicht berücksichtigt wurde, Anspruch auf ein Angebot zu einem dieser Vorschrift entsprechenden Preis bzw. können gegen Lieferung der Aktien vom Anbieter diesen Preis fordern. Das Gleiche gilt auch, wenn die Preise in einem Angebot, das sich auf mehrere Kategorien von Aktien bezieht, entgegen Art. 9 Abs. 3 UEV nicht im Sinne der relativen Gleichbehandlung[1450] abgestuft sind, was dazu führt, dass die benachteiligten Aktionäre in diesem Fall die Differenz zwischen dem angebotenen und dem nach dieser Bestimmung richtigen Preis fordern können.

Der Grundsatz, dass das Angebot unter Streichung bzw. Anpassung der materiell unzulässigen Bestimmungen weiter gilt, kommt auch bei Bedingungen zur Anwendung; wenn ein Angebot Bedingungen enthält, die unzulässig sind, so gelten diese als nicht geschrieben, d.h., das Angebot gilt ohne diese Bedingungen[1451]. Die Übernahmekommission lässt es aber immerhin analog zur Teilnichtigkeit bei Verträgen zu, dass der Anbieter eine Bedingung, die nicht grundsätzlich unzulässig ist, aber ihrer Formulierung nach zu weit geht[1452], durch eine inhaltlich eingeschränkte und entsprechend zulässige Bedingung ersetzt[1453].

Der Anbieter kann den Grundsatz, dass das Angebot unter Streichung bzw. Anpassung der unzulässigen Bestimmungen weiter gilt, nicht dadurch unterlaufen, dass er das Angebot unter die Bedingung stellt, dass die Übernahmekommission dieses als rechtmässig anerkennt. Eine derartige Bestimmung wäre unzulässig, da der Anbieter so die gesetzlichen Folgen eines rechtswidrigen Angebotes unterlaufen könnte[1454].

1448 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.4.3.

1449 Diese Schlussfolgerung ergibt sich auch aus den Materialien, da der Vorentwurf der Expertengruppe zum Börsengesetz in Art. 19 Abs. 3 vorsah, dass die auf Grundlage eines unzulässigen Angebotes abgeschlossenen Verträge nichtig seien. Der Gesetzgeber verzichtete in der definitiven Fassung des Börsengesetzes bewusst auf diese Rechtsfolge, da sie letztlich dem zentralen Anliegen des Börsengesetzes, die Anleger zu schützen, nicht gerecht werden konnte; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 9 zu Art. 26 BEHG.

1450 Vgl. dazu Ziff. III.D.4.4.

1451 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.8.1); Schleiffer (2004), S. 86; Tschäni/Iffland (2002), S. 169.

1452 Z.B. eine Material-Adverse-Change-Klausel, die sich zwar auf bestimmte Ereignisse bezieht, aber kein quantitatives Minimum aufweist.

1453 Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3.3); vgl. Reutter (2002), S. 252 ff.

1454 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.6); Reutter (2002), S. 202.

Muss ein Angebot materiell korrigiert werden, so ist der Anbieter verpflichtet, eine Ergänzung des Prospektes bzw. in schweren Fällen einen revidierten Angebotsprospekt zu veröffentlichen[1455].

8.3 Untersagung von Angeboten und Rücktrittsrecht

8.3.1 Untersagung von Angeboten

Weist ein Angebot derart starke Mängel auf, dass der entsprechende Gesetzesverstoss nicht durch eine Änderung des Angebotes bzw. des Prospektes geheilt werden kann, so muss es von der Übernahmekommission untersagt werden[1456]. Eine derartige Untersagung eines Angebotes ist allerdings in der Praxis eine Ausnahme, da, wie vorne dargestellt, diese Rechtsfolge typischerweise nicht den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft entspricht, die vom Gesetz geschützt werden sollen. Diese Sanktion kann dementsprechend nur bei massiven Rechtsverstössen Platz greifen, bei denen diese Rechtsfolge auch in Anbetracht der Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft adäquat ist. Angemessen wäre diese Rechtsfolge z.B. dann, wenn ein Angebot ohne Prüfung durch eine Prüfstelle publiziert wird, weil die Prüfstelle mangels Finanzierungsnachweis keinen positiven Bericht abgeben wollte oder wenn ein „Anbieter" ein anonymes Angebot publiziert[1457].

8.3.2 Rücktrittsrecht der Aktionäre

Gemäss Art. 26 BEHG haben die Aktionäre der Zielgesellschaft das Recht, von der Annahme zurückzutreten oder bereits abgewickelte Verkäufe rückgängig zu machen, wenn das betreffende Angebot von der Übernahmekommission rechtsgültig untersagt worden ist[1458]. Diese Rechtsfolge ist allerdings ausdrücklich auf Angebote beschränkt, die untersagt worden sind. Das Rücktrittsrecht kommt dagegen nicht zur Anwendung, wenn Übernahmekommission ein Angebot nicht untersagen, sondern dessen Korrektur anordnen und dieses tatsächlich entsprechend angepasst wird.

Tritt ein Aktionär der Zielgesellschaft gemäss Art. 26 BEHG von der Annahme des Angebotes zurück, so erfolgt die Auflösung bzw. Rückabwicklung des durch die Annahme entstandenen Kaufvertrages nach den Regeln des Vertragsrechtes: Ist der Verkauf noch nicht vollzogen worden, so fällt die vertragliche Bindung zwischen Anbieter und dem betreffenden Aktionär der Zielge-

---

1455 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel mit Anweisung zur Änderung des Angebotes und des Prospektes; Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel betreffend geändertem Prospekt.

1456 Empfehlung der UEK vom 17. Februar 1998 i.S. Pharma Vision, wo die UEK den Rückzug der betreffenden Angebote anordnete, da diese ohne eine Publikation eines Angebotsprospektes gemacht wurden; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 3 zu Art. 26 BEHG.

1457 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 1998 i.S. Pharma Vision, wo die Anbieter keine Angebotsprospekte publiziert hatten.

1458 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 f. zu Art. 26 BEHG; Tschäni (2003a), S. 383.

sellschaft ohne weiteres dahin, sodass keine der Parteien eine Leistungspflicht hat. Ist der Kauf dagegen bereits vollzogen worden, so ist der Anbieter verpflichtet, die erworbenen Aktien Zug um Zug gegen Rückerstattung des Kaufpreises zurückzugeben[1459].

Gemäss Art. 16 UEV müssen die Aktionäre der Zielgesellschaft ihr Rücktrittsrecht innerhalb eines Jahres, nachdem der entsprechende Entscheid von Übernahmekommission rechtskräftig geworden ist, ausüben[1460]. Diese lange Frist gibt den Aktionären der Zielgesellschaft in wirtschaftlicher Hinsicht eine Call-Option auf Rückkauf der Aktien; dementsprechend können sie die Kursentwicklung der Aktie abwarten und je nachdem, ob der Börsenkurs über dem Angebotspreis liegt, ihr Rücktrittsrecht ausüben. Der Anbieter befindet sich während dieser Zeitspanne dagegen in der unangenehmen Situation eines Stillhalters, der nicht weiss, ob er die erworbenen Aktien zurückgeben muss und wie hoch dementsprechend seine Beteiligung an der Zielgesellschaft am Ende der Jahresfrist sein wird. Diese Position des Anbieters ist aus wirtschaftlicher Sicht äusserst unvorteilhaft, muss letztlich wohl aber als adäquate Sanktion für die Unterbreitung eines Angebotes betrachtet werden, welches aufgrund massiver Verstösse gegen die Übernahmeregeln untersagt werden musste.

Auch wenn ein Angebot untersagt wird und die Aktionäre der Zielgesellschaft dementsprechend das Recht haben, von ihrer Annahme zurückzutreten, bleibt das Angebot für den Anbieter bindend, d.h., er selbst kann weder das Angebot zurückziehen bzw. die Annahmeerklärung der Aktionäre der Zielgesellschaft ablehnen noch bereits abgewickelte Verkäufe rückgängig machen[1461].

1459 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 7 zu Art. 26 BEHG.

1460 Vgl. zum Rücktritt Küng/Huber/Kuster (1998), N. 3 ff. zu Art. 26 BEHG; Tschäni (2003a), S. 384.

1461 Reutter (2002), S. 235 f.

E. VORANMELDUNG UND POTENTIELLES ANGEBOT

1. Die formelle Voranmeldung des Angebotes

Gemäss Art. 5 UEV kann der Anbieter vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes eine formelle Voranmeldung publizieren, welche die Hauptpunkte des Angebotes kurz zusammenfasst[1462]. Die Voranmeldung ermöglicht es dem Anbieter, die Märkte frühzeitig über sein Angebot zu orientieren. Damit kann der Anbieter aufkommenden Gerüchten und Spekulationen begegnen und auch potentiellen Insidertransaktionen der Boden entziehen[1463].

1.1 Inhalt der Voranmeldung

Gemäss Art. 5 Abs. 2 UEV muss die Voranmeldung die essentialia des Übernahmeangebotes wiedergeben. Der Anbieter muss die Beteiligungspapiere, die den Gegenstand des Angebotes bilden, den Preis, den Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes sowie die Angebotsdauer und auch sämtliche Bedingungen des Angebotes angeben[1464]. Damit stellt die Voranmeldung in materieller Hinsicht ein vollumfängliches Angebot dar, da diese Angaben sämtliche wesentlichen Elemente des Angebotes definieren; die zusätzlichen Angaben, die der vollständige Angebotsprospekt enthalten muss[1465], dienen nur der Information der Aktionäre der Zielgesellschaft bzw. als Grundlage für deren Entscheidfindung.

Die Angaben, die der Anbieter in der Voranmeldung über sein Angebot macht, sind für ihn verbindlich, da er den Inhalt des in der Voranmeldung definierten Angebotes zwar noch zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft verbessern, aber nicht verschlechtern darf[1466]. Dies gilt auch bezüglich des Angebotspreises, sodass der Anbieter das definitive Angebot nicht zu einem tieferen Preis als dem in der Voranmeldung aufgeführten Preis machen kann. Mit dem Inkrafttreten der UEV per 1.1.2009 wurde auch die vorher in Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK vorgesehene Möglichkeit abgeschafft, im Prospekt eine Preissenkung vorzubehalten, falls der Anbieter zwischen der Publikation der Voranmeldung und der Veröffentlichung des Angebotes eine Due Diligence durchführt und diese ein negatives Ergebnis zeigt[1467].

1462 Vgl. für ein Muster einer Voranmeldung, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 88 ff.

1463 Botschaft BEHG S. 45; Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 12 zu Art. 24 BEHG; Wey (2002), S. 194; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 49.

1464 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 5 ff. zu Art. 28 BEHG; Tschäni (2003a), S. 342; von der Crone (2000b), S. 162; Tschäni/Iffland (2002), S. 177: Immerhin ist es dem Anbieter möglich, die Bestimmungen der Voranmeldung im Angebot zu präzisieren und beispielsweise Bedingungen genauer zu formulieren.

1465 Dazu Ziff. III.F.

1466 Tschäni (2003a), S. 342; von der Crone (2000b), S. 162.

1467 Zu diese Möglichkeit, die in der Praxis nur eine sehr geringe Bedeutung hatte: Tschäni (2003a), S. 342; Romerio/Gerhard (2007), S. 13, vgl. für ein Beispiel einer derartigen Angebotsklausel Tschäni/Iffland (2002), S. 146.

1.2 Veröffentlichung der Voranmelddung

Gemäss Art. 6 UEV muss die Voranmeldung mindestens in zwei Schweizer Zeitungen auf Deutsch und Französisch veröffentlicht[1468] und mindestens in zwei elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreitet, publiziert werden[1469]. Gemäss Art. 8 Abs. 1 UEV treten die nachstehend dargestellten Wirkungen der Voranmeldung mit der Zeitungspublikation ein. Gemäss Art. 8 Abs. 2 UEV entfaltet sie diese Rechtswirkung aber bereits im Zeitpunkt ihrer Zustellung an die elektronischen Medien, sofern die Veröffentlichung in den Zeitungen innert drei Börsentagen nach der elektronischen Publikation erfolgt[1470]. Die Bindungswirkung der Voranmeldung tritt allerdings in jedem Fall bereits im Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung bzw. einer sonstwie mangelhaften Veröffentlichung, wie z.B. der Publikation in nur in einer Sprache, ein.

Wird nach der elektronischen Veröffentlichung der Voranmeldung innert drei Börsentagen der definitive Angebotstext veröffentlicht, so ist die Veröffentlichung der Voranmeldung in den Zeitungen selbst nicht mehr notwendig[1471]. Da die Publikation des Angebotsprospektes in diesen Fällen die Publikation der Voranmeldung ersetzt, entfaltet die Voranmeldung ihre Wirkung bei der direkten Publikation des Angebotsprospektes ebenfalls bereits mit der elektronischen Veröffentlichung[1472].

1.3 Wirkungen der Voranmeldung

1.3.1 Die Verpflichtung zur Unterbreitung eines Angebotes innert sechs Wochen

Veröffentlicht der Anbieter eine Voranmeldung, so muss er gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV innerhalb von sechs Wochen nach der Publikation der Voranmeldung ein öffentliches Angebot veröffentlichen, das inhaltlich der

---

1468 Empfehlung der UEK vom 25. September 2006 i.S. Acorn (E1.1); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess; erfolgt die Veröffentlichung nicht in beiden Sprachen, so entfaltet sie die für den Anbieter positiven Wirkungen nicht bzw. erst nach Veröffentlichung in beiden Sprachen.

1469 Empfehlung der UEK vom 25. September 2006 i.S. Acorn (E1.1); Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.1.1); Küng/Huber/Kuster (1998), N. 14 zu Art. 24 BEHG; von der Crone (2000b), S. 163; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 170 f.; gemäss Art. 6 Abs. 3 UEV muss die Voranmeldung nach Handelsschluss und mindestens 90 Minuten vor Handelsbeginn den elektronischen Medien, sowie der Übernahmekommission zugesellt werden.

1470 Empfehlung der UEK vom 29. März 1999 i.S. Fotolabo SA (E.1); Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding AG Laufen (E.1); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.1.2); von der Crone (2000b), S. 163; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 170 f.; Iffland/Vaisy (2000), S. 135; zur genauen Berechnung der Frist, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 52.

1471 Verfügung der UEK 406/01 vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.3); Empfehlung der UEK vom 25. September 2006 i.S. Acorn (E1.3); Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Absolute Europe (E1.3).

1472 Verfügung der UEK 406/01 vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.3); Empfehlung der UEK vom 25. September 2006 i.S. Acorn (E1.3); Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Absolute Europe (E1.3).

Voranmeldung entspricht[1473]. Die UEK kann diese Frist gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV aus sachlichen Gründen erstrecken. Eine Erstreckung ist nach der Praxis der Übernahmekommission insbesondere dann möglich, wenn vor der Publikation des öffentlichen Angebotes eine behördliche Bewilligung (z.B. aufgrund der kartellrechtlichen Fusionskontrolle), die Beschlüsse einer Generalversammlung der Zielgesellschaft oder die Erfüllung anderer Bedingungen abgewartet werden, sodass das definitive Angebot dann dementsprechend ohne bzw. mit weniger Bedingungen gemacht werden kann[1474].

Sofern die Zielgesellschaft gegenüber dem Verlängerungsgesuch des Anbieters opponiert, ist die Übernahmekommission bezüglich der Fristerstreckung allerdings sehr zurückhaltend, da die Publikation der Voranmeldung die Handlungsfreiheit des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft aufgrund der Anwendung von Art. 29 BEHG stark einschränkt[1475]. Eine Verlängerung der Frist ist deshalb in derartigen Fällen nach der Praxis der Übernahmekommission nur möglich, wenn die Verlängerung weder für die Zielgesellschaft noch für deren Aktionäre zu wesentlichen Nachteilen führt und der Anbieter im Zeitpunkt der Publikation der Voranmeldung die Gründe, die er später für die Fristerstreckung anführt, nicht voraussehen konnte[1476]. Der Umstand, dass in diesen Fällen nur Gründe, die der Anbieter bei der Publikation der Voranmeldung nicht voraussehen konnte, eine Fristverlängerung rechtfertigen können, wird allerdings von Tschäni/Iffland kritisiert, da sie einen Konflikt mit der Ad-hoc-Publizitätspflicht sehen, die eine möglichst frühzeitige Offenlegung der Übernahmeverhandlungen bzw. der Übernahmeabsicht verlangt[1477]. M.E. ist das Erfordernis, dass eine Verlängerung nur möglich ist, wenn die entsprechenden Gründe nicht voraussehbar sind, aber entgegen dieser Kritik sachgerecht, da die Voranmeldung aufgrund der Anwendung von Art. 29 BEHG den unternehmerischen Spielraum der Zielgesellschaft stark einschränkt. Könnte sich ein Anbieter, der genau weiss, dass er nach seiner Voranmeldung mehr als sechs Wochen braucht, um ein Angebot zu unterbreiten, auf die Verlängerungsmöglichkeit verlassen, so wäre es ihm möglich, die Zielgesellschaft viel länger zu blockieren, als dies gesetzlich vorgesehen und sachgerecht ist. Das von Tschäni/Iffland erwähnte Problem der Ad-hoc-Publizität lässt sich da-

---

1473 Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.4.3.1); Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.10), Tschäni (2003a), S. 343; Wey (2002), S. 194; Bernet (1998), S. 160 f.

1474 Vgl. Empfehlung der UEK vom 3. Oktober 2008 i.S. SIA (E.1); in diesem Fall wurde die Frist verlängert, da bereits ein Konkurrenzangebot vorangemeldet wurde und es sinnvoll war, dass beide Angebote im gleichen Zeitpunkt veröffentlicht wurden; Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3.3); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2001 i.S. Altin (E.1.3); Empfehlung der UEK vom 17. August 2001 i.S. Netstal (E.1); Empfehlung der UEK vom 10. März 1999 i.S. Fotolabo; Empfehlung der UEK vom 7. Oktober 1999 i.S. Keramik, Laufen; Verfügung der EBK vom 12. November 2001 i.S. Baumgartner (E.8), wobei es in diesem Fall wegen der Zeit, die für die Erfüllung von Bedingungen benötigt wurde, zu einer Fristverlängerung von mehreren Monaten kam, ein Resultat, das nach der heutigen Praxis der UEK wohl nicht mehr möglich wäre; zu weiteren Gründen vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 50 f.

1475 Wey (2002), S. 195.

1476 Empfehlung der UEK vom 2. November 2006 i.S. SIG (E.1.1); Empfehlung der UEK vom 8. März 2006 i.S. Amazys (E.1); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2001 i.S. Altin (E.1.1); Tschäni/Iffland (2002), S. 130 f.

1477 Tschäni/Iffland (2002), S. 130 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 51.

durch lösen, dass der Anbieter die Übernahmeabsicht im Rahmen einer informellen Medienmitteilung offenlegt, die zwar den Erfordernissen der Ad-hoc-Publizität entspricht, aber keine Voranmeldung darstellt[1478]. Der Anbieter kann in derartigen Fällen zwar nicht die Vorteile einer Voranmeldung beanspruchen und trägt damit das Risiko, dass sich der Mindestpreis des Angebotes durch eine entsprechende Kursentwicklung erhöht; die entsprechenden Vorteile der Voranmeldung, die dies verhindern, stehen ihm aber letztlich nur zu, wenn er tatsächlich innert sechs Wochen nach der Voranmeldung ein Angebot publiziert.

Die Verpflichtung des Anbieters, nach der Voranmeldung ein öffentliches Angebot zu machen, kann dadurch relativiert werden, dass der Anbieter nur eine bedingte Voranmeldung publiziert. Nach der Praxis der Übernahmekommission ist es möglich, ein Angebot z.B. unter die Bedingung zu stellen, dass der Anbieter einen Aktienkaufvertrag über eine Mehrheitsbeteiligung vollziehen kann[1479], oder unter die Bedingung, dass tatsächlich eine Angebotspflicht im Sinne des Art. 32 BEHG besteht[1480]. Eine derartige bedingte Voranmeldung hat den Vorteil, dass der Anbieter bei Erfüllung der Bedingung die in Ziff. III.E.1.3.3 dargestellten Vorteile einer Voranmeldung geniesst, bei Nichterfüllung der Bedingung aber dennoch nicht zu einem Angebot verpflichtet ist[1481].

1.3.2 Die inhaltliche Bindungswirkung der Voranmeldung

Der Anbieter, der eine Voranmeldung publiziert, ist bezüglich des Inhalts seines Angebotes an den Text der Voranmeldung gebunden[1482] und kann das definitive Angebot gemäss Art. 7 Abs. 2 UEV nur noch zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft, nicht aber zu deren Nachteil ändern[1483]. Der Anbieter darf sein Angebot insbesondere nicht weiteren oder anderen Bedingungen unterstellen als den in der Voranmeldung aufgeführten[1484] und kann auch den Preis, den er in der Voranmeldung erwähnt hat, nicht senken[1485]. Da die von

---

1478 Zur Gestaltung einer derartigen informellen Mitteilung vgl. Ziff. III.E.2.

1479 Vgl. die in den Empfehlungen der UEK vom 9. März 2005 und 15. April 2005, i.S. Büro-Fürrer erwähnte Voranmeldung; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 166; Schärer/Waller (2008), S. 85 f.

1480 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004, i.S. Società Elettrica Sopracenerina; vgl. Wey (2002), S. 194 f.

1481 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 54; vgl. das Beispiel in Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 166.

1482 Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.5); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 3 zu Art. 28 BEHG

1483 Nobel (2004b), S. 965.

1484 Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.5.1); immerhin ist es aber möglich die Bedingungen im Angebot zu präzisieren, sofern die Präzisierung nicht zu einer zusätzlichen Belastung für die Aktionäre der Zielgesellschaft führt: vgl. Empfehlung der UEK vom 22. Oktober 2002 i.S. Optik-Optical (E.5.2.2); überdies ist es auch möglich, eine von der UEK als unzulässig erklärte Bedingung durch eine inhaltlich ähnliche, aber zulässige Bedingung zu ersetzen, welche die Aktionäre der Zielgesellschaft weniger stark belastet als die unzulässige Bedingung, Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.8.1); Tschäni (2003a), S. 356; Wey (2002), S. 195; Tschäni/Iffland (2002), S. 177; Reutter (2002), S. 108.

1485 Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.5.3.3).

Art. 7 Abs. 2 UEV vorgesehene Bindung an die Voranmeldung zwingend ist, kann der Anbieter in der Voranmeldung keine Vorbehalte bezüglich einer Preissenkung machen – derartige Vorbehalte gelten als nicht geschrieben.

1.3.3 Weitere Auswirkungen der Voranmeldung

Zusätzlich zu der vorne beschriebenen Bindungswirkung hat die Voranmeldung gemäss Art. 7 Abs. 3 UEV folgende Auswirkungen bezüglich des späteren Angebotes[1486]:

1.3.3.1 Fixierung des Mindestpreises

Veröffentlicht der Anbieter eine Voranmeldung, so wird für die Berechnung des Mindestpreises des Angebotes im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG[1487] auf den Zeitpunkt der Voranmeldung und nicht auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes abgestellt[1488]. Daher wird insbesondere der für den Mindestpreis massgebende Börsenkurs[1489] aufgrund der volumengewichteten Durchschnittskurse der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung berechnet[1490]. Ein Anstieg des Börsenkurses nach der Veröffentlichung der Voranmeldung führt daher nicht mehr dazu, dass ein Anbieter, dessen Angebot unter die Preisregeln für Pflichtangebote fällt, den Übernahmepreis aufgrund dieser Regeln erhöhen muss[1491]. In der Praxis kommt es während der Verhandlungen über ein Übernahmeangebot bzw. während der Zeit, in der ein derartiges Angebot ausgearbeitet wird, tatsächlich häufig zu Gerüchten, die zu erheblichen Preissteigerungen und damit zu einer Erhöhung des Mindestpreises führen. Mit einer Voranmeldung kann der Anbieter im Markt Klarheit schaffen, ohne dass der Preisanstieg, der normalerweise durch die Bekanntgabe der Übernahmeabsicht ausgelöst wird, den Mindestpreis erhöhen würde.

Ist unklar, ob ein Anbieter ein Pflichtangebot machen muss, da er bei der Übernahmekommission ein Gesuch um eine Ausnahme gestellt hat, so kann er sich dennoch die oben dargestellten Vorteile einer Fixierung des Mindestpreises sichern, indem er zwar eine Voranmeldung macht, diese aber unter die Bedingung stellt, dass die Übernahmekommission sein Ausnahmegesuch ablehnt[1492]. Wird die Ausnahmebewilligung erteilt, so fällt die Voranmeldung da-

---

1486 Tschäni/Oertle, BSK, N. 5 zu Art. 28 BEHG; Tschäni (2003a), S. 342 f.; Bernet (1998), S. 161 f.

1487 Dazu Ziff. III.J.8.

1488 Art. 7 Abs. 3 lit. a UEV; Von der Crone (2000b), S. 163; Tschäni/Iffland (2002), S. 129.

1489 Art. 40 BEHV-FINMA.

1490 Zur Berechnung des Mindestpreises Ziff. III.J.8.; der Zeitpunkt der Voranmeldung ist aber auch für die Ermittlung des Preises eines vorausgegangenen Erwerbs im Sinne von Art. 41 BEHV-FINMA massgebend. Der massgebende Preis entspricht daher dem höchsten Preis, den der Anbieter bzw. die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, im Lauf der letzten 12 Monate vor Veröffentlichung der Voranmeldung bezahlt haben.

1491 Dazu Ziff. III.J.8.

1492 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004 i.S. Societa Elettrica Sopracenerina; vgl. Wey (2002), S. 194 f.

hin; wird die Ausnahmebewilligung dagegen nicht erteilt, so hat der Anbieter den Mindestpreis fixiert.

1.3.3.2 Anwendung der Best-Price-Regel

Mit der Veröffentlichung der Voranmeldung kommt gemäss Art. 7 Abs. 3 lit. d UEV auch die Best-Price-Regel[1493] zur Anwendung[1494]. Nach dieser Veröffentlichung kann der Anbieter daher für die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft keinen höheren Preis mehr bezahlen als den in der Voranmeldung genannten Preis bzw. muss den in der Voranmeldung angegebenen Preis beim Angebot entsprechend anheben, falls er zwischen der Publikation der Voranmeldung und dem Angebot dennoch höhere Preise bezahlt hat.

1.3.3.3 Beschränkung der Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft

Ab dem Zeitpunkt der formellen Voranmeldung kommen gemäss Art. 7 Abs. 3 lit. c UEV auch die börsenrechtlichen Bestimmungen[1495], welche die Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft beschränken, zur Anwendung[1496], sodass die Zielgesellschaft nach der Publikation der Voranmeldung insbesondere keine Lock-up-Vereinbarungen mit anderen Anbietern mehr treffen und auch keine bedeutenden Aktiven mehr verkaufen kann. Daher kann der Anbieter durch eine Voranmeldung das für ihn wirtschaftlich wesentliche Substrat der Zielgesellschaft schützen und insbesondere verhindern, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Substanz der Zielgesellschaft vor der Publikation des Angebotes durch Kauf oder Verkauf wesentlicher Betriebe und Aktiven verändert oder übermässige „Golden Parachutes“ für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung vereinbart.

1.3.3.4 Meldepflicht für Transaktionen

Mit der Voranmeldung kommen gemäss Art. 7 Abs. 3 lit. b UEV auch die Vorschriften über die Meldepflicht für Transaktionen im Sinne von Art. 38 ff. UEV zur Anwendung[1497]. Dementsprechend müssen der Anbieter sowie sämtliche Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln[1498], ab der Publikation der Voranmeldung alle Transaktionen bezüglich der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und auch sämtliche Käufe und Verkäufe von Wertpapie-

---

1493 Dazu Ziff. III.D.4.3.

1494 Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.1); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.4); Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolut Invest; von der Crone (2000b), S. 169; Tschäni (2003a), S. 343; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 176; Aregger (2005), S. 104.

1495 Art. 29 BEHG und Art. 35 ff. UEV; dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.2 hinten.

1496 Von der Crone (2000b), S. 164.

1497 Empfehlung der UEK vom 26. April 1999 i.S. Banca del Gottardo (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 3. Juli 2000 i.S. Esec (E.5); von der Crone (2000b), S. 163 f.; Tschäni/Iffland (2002), S. 129.

1498 Zu diesem Begriff vgl. Ziff. III.F.3.2.

ren einer Gesellschaft, deren Papiere in einem Tauschangebot angeboten werden, der Übernahmekommission melden[1499].

1.3.3.5 Geltung der Bestimmungen über konkurrierende Angebote

Da ein konkurrierendes Angebot gemäss Art. 50 UEV auch in Form einer Voranmeldung publiziert werden kann, hat bereits die Voranmeldung die Wirkungen eines konkurrierenden Angebotes[1500]. Daher hat ein Anbieter, der ein Angebot voranmeldet, das mit einem bereits bestehenden Angebot für die gleiche Zielgesellschaft konkurriert, vom Zeitpunkt der Voranmeldung an das Recht auf Gleichbehandlung bezüglich Information[1501].Mit der Publikation der Voranmeldung treten aber auch die übrigen in Art. 51 UEV aufgeführten Auswirkungen von Konkurrenzangeboten ein; so haben die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Erstangebot angenommen haben, insbesondere das Recht zum Widerruf ihrer Annahme[1502].

1.3.3.6 Eintritt der Wirkungen der Voranmeldung

Die Wirkungen der Voranmeldung treten mit der Publikation in den elektronischen Medien ein; die für den Anbieter günstige Fixierung des Mindestpreises gilt allerdings nur, sofern die gemäss Art. 8 Abs. 1 UEV vorgeschriebene Veröffentlichung innert drei Börsentagen in mindestens zwei Schweizer Zeitungen erfolgt[1503]; andernfalls wird der Mindestpreis erst am Datum dieser Veröffentlichung fixiert.

1.4 Prüfung der Voranmeldung durch die Übernahmekommission

Die Übernahmekommission prüft bei feindlichen Angeboten die Voranmeldung und erlässt auch eine Empfehlung, in der sie zum Inhalt der Voranmeldung Stellung nimmt. Bei freundlichen Angeboten erfolgt die separate Prüfung dagegen nur auf entsprechendes Gesuch des Anbieters; normalerweise wird in diesen Fällen nur das Angebot geprüft[1504].

Die Prüfung der Voranmeldung ersetzt bei einem feindlichem Angebot bis zu einem gewissen Grad die Vorprüfung des Angebotsprospektes, da die Änderungen, welche die Übernahmekommission bei der Voranmeldung verlangt, später direkt im Angebotsprospekt berücksichtigt werden können. Sofern der Angebotsprospekt innert der in der Voranmeldung angegebenen Frist veröffentlicht wird, ist es nach der Praxis der Übernahmekommission aber nicht notwendig, die Voranmeldung nach einer derartigen Empfehlung zu korrigie-

---

1499 Zu dieser Meldepflicht vgl. Ziff. III.G.2.

1500 Tschäni (2003a), S. 342.

1501 Watter/Maizar (2005), S. 29.

1502 Tschäni (2003a), S. 342.

1503 Empfehlung der UEK vom 29. März 1999 i.S. Fotolabo SA (E.1); Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding AG Laufen (E.1); Tschäni/Iffland (2002), S. 130.

1504 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG; Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess; Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica.

ren und noch einmal zu publizieren; es genügt, wenn die in der Empfehlung bemängelten Punkte im Angebotsprospekt berücksichtigt werden[1505].

2. Informelle Ankündigung eines Angebotes

Dem Anbieter ist es auch möglich, ein Angebot im Rahmen einer Medienmitteilung informell anzukündigen, ohne dass die Bindungswirkung einer formellen Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV eintritt[1506]. Will der Anbieter eine derartige Mitteilung machen, so muss er allerdings darauf achten, dass die entsprechende Ankündigung klar als Absichtserklärung gekennzeichnet wird, keine Aufforderung zum Verkauf enthält und die Bindungswirkung einer Voranmeldung ausdrücklich ausgeschlossen wird. Andernfalls besteht die Gefahr, dass eine Mitteilung des Anbieters, die alle für eine formelle Vorankündigung notwendigen Elemente enthält, weil sie die wesentlichen Punkte des öffentlichen Angebotes beschreibt, bereits als Voranmeldung interpretiert wird[1507].

Die informelle Ankündigung eines Angebotes führt zwar nicht zu einer Bindung des Anbieters, hat aber auch nicht die vorne dargestellten positiven Auswirkungen einer formellen Voranmeldung. Der Anstieg des Börsenkurses der Zielgesellschaft, der durch eine derartige Ankündigung ausgelöst wird, führt deshalb in diesen Fällen auch zu einer Erhöhung des Mindestpreises, den der Anbieter gemäss den Regeln über Pflichtangebote zahlen muss[1508]. Überdies kann die Zielgesellschaft nach der Publikation einer derartigen Ankündigung auch noch Abwehrmassnahmen treffen, die nach der Publikation einer formellen Voranmeldung unzulässig wären. Aufgrund dieser Nachteile sind in der heutigen Praxis informelle Ankündigungen eines Angebotes sehr selten. Normalerweise erfolgt jeweils direkt die Publikation eines Angebotes oder einer Voranmeldung. Diese Zurückhaltung potentieller Anbieter ist auch darauf zurückzuführen, dass die informelle öffentliche Äusserung einer Übernahmeabsicht zur unten beschriebenen Angebotsprovokation führen kann.

Ein geplantes Übernahmeangebot kann selbstverständlich auch individuell mit einzelnen Aktionären besprochen werden, ohne dass dies die Wirkung einer Voranmeldung auslöst[1509]. Die Wirkung einer Voranmeldung tritt allerdings dann ein, wenn der zukünftige Anbieter sein Angebot gegenüber derart vielen

---

1505 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.8); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.5).

1506 Tschäni (2003a), S. 341 f.; vgl. Reutter, Kaufangebot, S. 1103; vgl. Gerhard (2006), S. 217 ff.; Beispiele derartiger informeller Ankündigungen von Angeboten werden in der Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung D: Ankündigung der Sumida; Sachverhaltsdarstellung M: Ankündigung von Gatebrook/Johnson) erwähnt.

1507 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E.1.2), wo die UEK offenliess, ob eine ausdrücklich mit einem Disclaimer verbundene informelle Medienmitteilung nicht doch als Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV betrachtet werden muss, da die betreffende Meldung nicht nur alle für eine Voranmeldung notwendigen Elemente aufwies, sondern sehr bestimmt formuliert war und daher nicht mehr eine reine Absichtserklärung darstellte. Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 53; Gerhard (2006), S. 217 f.; Schärer/Waller (2008), S. 87 ff.

1508 Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.4.2); vgl. von der Crone (2000b), S. 161.

1509 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.4).

Personen ankündigt, dass die Ankündigung als öffentlich gilt und er dabei nicht ausdrücklich darauf hinweist, dass es sich nur um eine Absichtserklärung handelt[1510].

3. Das potentielle Angebot

Gibt eine Person öffentlich bekannt, dass sie ein Angebot beabsichtigt oder die Möglichkeit eines Angebotes in Betracht zieht, kann die Übernahmekommission gemäss Art. 53 UEV den betreffenden potentiellen Anbieter verpflichten innerhalb einer von der Übernahmekommission festgelegten Frist entweder[1511]:

– ein Angebot für die Zielgesellschaft zu veröffentlichen oder

– öffentlich zu erklären, innerhalb von 6 Monaten weder ein Angebot zu unterbreiten, noch Aktien in einem Ausmass von der Zielgesellschaft zu erwerben, welche die Angebotspflicht auslöst.

Diese Bestimmung, die Ziff. 2.4 (b) des City Takeover Code[1512] nachgebildet ist, wurde erst mit der Revision des UEV per 1.1.2009 eingeführt. Ziel dieser Bestimmung ist es, für die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre Klarheit über die Absichten eines potentiellen Anbieters zu schaffen, wenn dieser zwar öffentlich von einer Übernahme spricht, aber weder eine formelle Voranmeldung noch einen Angebotsprospekt publiziert. Auf diese Weise kann vor allem auch vermieden werden, dass die Börsenkurse durch die Bekanntgabe von Übernahmeabsichten, in denen keine Angebote folgen, manupuliert werden.

3.1 Äusserungen eines potentiellen Anbieters als auslösender Faktor

Art. 53 UEV setzt voraus, dass eine Person öffentlich bekannt gibt, "dass sie die Möglichkeit in Betracht zieht, ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten". Gemäss dieser Bestimmung müssen die folgenden Voraussetzungen erfüllt sein, damit es zu einer Verfügung der Übernahmekommission kommen kann:

– Äusserung des potentiellen Anbieter

  Zu einer Angebotsprovokation im Sinne von Art. 53 UEV kann es nur kommen, wenn der potentielle Anbieter selbst oder eine für ihn tätige

---

1510 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.1.3).

1511 Thévenoz (2009), S. 35 f.

1512 www.thetakeoverpanel.org.uk; Thévenoz (2009), S. 36.

Hilfsperson eine Äusserung macht[1513]. Äusserungen von Dritte genügen dagegen nicht zur Auslösung einer entsprechenden Verfügung der Übernahmekommission, da Pflichten eines potentiellen Anbieters nur durch sein eigenes Verhalten, nicht aber das Verhalten Dritter, für die er keine Verantwortung trägt, ausgelöst werden können. Blosse Gerüchte, die über allfällige Übernahmeabsichten im Markt entstehen, oder Gedankenspiele bzw. Vermutungen, die Journalisten oder Analysten publizieren, genügen dementsprechend nicht, um gegen einen potentiellen Anbieter gemäss Art. 53 UEV vorzugehen[1514].

– Öffentliche Bekanntgabe

Gemäss Art. 53 UEV kann nur eine öffentliche Äusserung des potentiellen Anbieters zu einer Angebotsprovokation führen[1515]. Äussert sich ein potentieller Anbieter nur gegenüber einzelnen Personen und bespricht mit diesen die Möglichkeit einer Übernahme, wie z.B. gegenüber einzelnen Grossaktionären der Zielgesellschaft oder den Organen der Zielgesellschaft selbst, so stellt dies noch keine öffentliche Bekanntgabe dar. Eine öffentliche Bekanntgabe liegt in Analogie zur Definition des öffentlichen Angebotes[1516] nur vor, wenn sich der potentielle Anbieter mit seiner Äusserung an eine unbestimmte Anzahl von Personen wendet oder eine derart grosse Anzahl von Personen kontaktiert, dass nicht mehr die individuelle Besprechung mit Aktionären der Zielgesellschaft im Vordergrund steht, sondern die möglichst breite Bekanntgabe der Übernahmeabsicht[1517].

Da die öffentliche Äusserung vom potentiellen Anbieter selbst bzw. dessen Hilfspersonen ausgehen muss, wird das Erfordernis der Öffentlichkeit nicht erfüllt, wenn einzelne Personen, die der potentielle Anbieter zur Besprechung eines möglichen Angebotes kontaktiert hat, den Inhalt der betreffenden Gespräche öffentlich bekannt machen. In diesem Sinne kann es nicht zur Angebotsprovokation kommen, wenn die Organe der Zielgesellschaft, die der potentielle Anbieter zur Besprechung seines Angebotes kontaktiert hat, nachher an die Öffentlichkeit gelangen und die Angebotsabsicht publik machen. Die Beschränkung des Provokationsverfahrens auf öffentliche Äusserungen des potentiellen Anbieters selbst

1513 Thévenoz (2009), S. 36.

1514 Thévenoz (2009), S. 36.

1515 Thévenoz (2009), S. 36.

1516 Dazu im Einzelnen Ziff. III.B.3.2.

1517 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.1).

entspricht nicht nur dem Wortlaut von Art. 53 UEV, sondern verhindert vor allem auch, dass die Angebotsprovokation gezielt als Abwehrmittel potentieller Zielgesellschaften eingesetzt wird. Müsste nämlich jede Person, die mit einer Drittperson oder der Zielgesellschaft über eine mögliche Übernahme spricht, bei der Veröffentlichung des Gesprächs durch die Gegenpart mit einem Verfahren gemäss Art. 53 UEV rechnen, so würde dies Übernahmeaktivitäten, die sich wie vorne dargestellt im Rahmen des Marktes für Unternehmenskontrolle positiv für Aktionäre und Unternehmen auswirken, unterbunden. Letztlich würde es aber auch nicht dem Zweck von Art. 53 UEV entsprechen, wenn Personen erfasst würden, die selbst keine Übernahmeabsicht an die Öffentlichkeit getragen haben, da nur Klarheit über Personen geschaffen werden soll, die selbst durch ihre öffentlichen Äusserungen potentiell eine Marktverwirrung verursachen.

– Möglichkeit eines öffentlichen Angebotes

Gemäss Art. 53 UEV genügt es, dass eine Person öffentlich bekannt gibt, dass sie die Möglichkeit eines Übernahmeangebotes "in Betracht zieht". Es ist dementsprechend nicht notwendig, dass der potentielle Anbieter die Eckwerte eines möglichen Angebotes offen legt. Es genügt bereits, wenn er öffentlich bekannt gibt, dass er ein Angebot erwägt bzw. über die Möglichkeit eines Angebotes spekuliert. Die Erfassung derartiger relativ unbestimmter Formulierungen entspricht dem Zweck von Art. 53 UEV, da der Markt normalerweise bereits bei derartigen vagen Äusserungen stark reagiert und praktisch unabhängig von der Formulierung der betreffenden Äusserung von einer Übernahmeanbsicht ausgeht[1518]. Daher ergibt sich auch bei diesen Äusserungen die Notwendigkeit einer Klärung, um eine Marktmanipulation bzw. eine unrichtige Kursbildung zu verhindern.

3.2 **Die** Konsequenz: "Shut up or Put up"

Sind die Bedingungen für das Verfahren gemäss Art. 53 UEV gegeben, so kann die Übernahmekommission in einer Verfügung dem potentiellen Anbieter eine Frist ansetzten, in der dieser entweder ein öffentliches Angebot publizieren oder öffentlich erklären muss, dass er während 6 Monaten kein Angebot machen wird[1519]. Die Verfügung der Übernahmekommission muss dabei

---

[1518] Die Erfahrung zeigt, dass die Marktteilnehmer dabei automatisch die Preisbildung nach den normalerweise bezahlten Übernahmeprämien ausrichten.

[1519] Thévenoz (2009), S. 36; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 92.

immer beide Varianten offen lassen, d.h. die Übernahmekommission kann weder verlangen, dass der potentielle Anbieter ein Angebot macht, noch ihm allein die Pflicht auferlegen, öffentlich auf ein Angebot zu verzichten. da für einen derartigen, einseitigen Zwang eine Rechtsgrundlage fehlt. Zweck von Art. 53 UEV ist in diesem Sinne nicht den potentiellen Übernehmer zu einem bestimmten Verhalten zu zwingen, sondern nur sicherzustellen, dass er seine Absichten bezüglich eines möglichen Angebotes klar darlegt, um auf diese Weise eine Marktverwirrung zu verhindern.

Wenn sich ein potentieller Anbieter entscheidet, ein Angebot zu machen, so genügt es, wenn er innert der betreffenden Frist eine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV publiziert, da er sich mit dieser Publikation zur Abgabe eines Angebotes verpflichtet und damit im Sinne des Zwecks von Art. 53 UEV die Verhältnisse bezüglich eines Übernahmeangebotes geklärt sind.

Entscheidet sich ein potentieller Anbieter dagegen, öffentlich mitzuteilen,dass er während 6 Monaten auf ein öffentliches Angebot verzichtet, so kann ihn die Übernahmekommission bei einer wesentlichen Veränderung der Umstände gemäss Art. 53 Abs. 3 UEV von seiner Verpflichtung entbinden[1520]. Diese Bestimmung erwähnt als wesentliche Änderung der Umstände insbesondere den Fall, dass ein Dritter ein Angebot für die Zielgesellschaft unterbreitet. In diesem Fall ist der Verzicht auf ein Angebot nicht mehr sinnvoll und liegt vor allem auch nicht im Sinne der Aktionäre der Zielgesellschaft, die von Angebotskonkurrenz profitieren. Eine Entbindung von den Verpflichtungen ist im Sinne der Interessen der Aktionäre aber auch dann geboten, wenn die Zielgesellschaft eine Transaktion mit ähnlicher Tragweite plant, wie z.B. eine Fusion mit einer Drittpartei, oder eine Kapitalmarkttransaktion, die zu einer starken Veränderung des Aktionariats bzw. der Beherrschungsverhältnisse führt.

Hat ein potentieller Übernehmer eine öffentliche Erklärung im Sinne von Art. 53 Abs. 1 lit. b UEV abgegeben, gemäss der er darauf verzichtet, innerhalb der nächsten 6 Monate ein Angebot zu veröffentlichen oder seine Beteiligung so stark zu erhöhen, dass die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG ausgelöst wird, so sind Handlungen des potentiellen Anbieters, welcher diese Verpflichtungen verletzten, allerdings nicht ungültig. Überschreitet der potentielle Übernehmer den Grenzwert, der die Angebotspflicht auslöst, so ist er im Sinne von Art. 32 BEHG deshalb trotzdem verpflichtet, den Aktionären ein Angebot zu unterbreiten. Auch ein öffentliches Angebot oder eine Voranmeldung, die der Anbieter entgegen seiner Erklärung publiziert, sind gültig und verpflichten ihn zur Annahme und Zahlung der Aktien, die ihm im Rahmen eines derartigen Angebotes gültig angeboten werden. Einzige Rechtsfolge der Verletzung ist

---

1520 Thévenoz (2009), S. 36.

gemäss Art. 53 Abs. 4 UEV, dass der Zeitpunkt, in dem der potentielle Anbieter die Erklärung im Sinne von Art. 53 Abs. 1 lit. b UEV abgegeben hat, die gleichen Wirkungen hat, wie eine Voranmeldung, sofern dies für die Aktionäre der Zielgesellschaft eine positive Wirkung hat. Diese positive Wirkung kann insbesondere darin liegen, dass die Berechnung des Mindestpreises im Sinne von Art. 40 f. BEHV-FINMA bei Berücksichtigung dieses Zeitpunktes für die Aktionäre günstiger ist, weil der für diesen Mindestpreis massgebende Durchschnittskurs der Börsenkurse in diesem Zeitpunkt höher liegt als im Zeitpunkt, in dem der Anbieter sein Angebot bzw. eine Voranmeldung publiziert[1521]. Ein günstigeren Effekt kann aber auch darin liegen, dass die Anwendung der Best-Price-Regel zwischen dem Zeitpunkt der Erklärung und der tatsächlichen Veröffentlichung von Voranmeldung bzw. Angebot durch den potentiellen Anbieter für die Aktionäre zu einem höheren Angebotspreis führt.

3.3 Verfahren

Die Übernahmekommission kann entweder aus eigener Initiative oder auch auf Anzeige der Zielgesellschaft bzw. einzelner Aktionäre hin ein Verfahren im Sinne von Art. 53 UEV eröffnen. Sie hat dabei gemäss Art. 53 Abs. 2 UEV vor dem Erlass den potentiellen Anbieter sowie auch die Zielgesellschaft anzuhören. Im Rahmen dieses Verfahrens muss die Übernahmekommission feststellen, ob die oben in Ziff. III.E.3.1 dargestellten Bedingungen erfüllt sind, und ob eine Verfügung im Sinne von Art. 53 UEV tatsächlich im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft notwendig ist. Sie entscheidet nach dieser Anhörung durch den Erlass einer Verfügung, die wie in Ziff. III.C.2.2 dargestellt von den beteiligten Verfahrensparteien mit Rechtsmitteln weitergezogen werden kann.

F. DER ANGEBOTSPROSPEKT

1. Funktion des Angebotsprospektes

Der Angebotsprospekt hat zwei Hauptfunktionen: Er definiert einerseits in rechtlich verbindlicher Weise das Angebot des Anbieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft, dient andererseits aber auch dazu, um die Aktionäre der Zielgesellschaft über die für die Beurteilung des Angebotes wesentlichen Tatsachen zu informieren und so Transparenz im Markt zu schaffen.

[1521] Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 92.

1.1 Rechtlich verbindliches Angebot des Anbieters

Der Angebotsprospekt ist das zentrale Dokument des Angebotsverfahrens, da der Anbieter im Angebotsprospekt sein Angebot in rechtlich verbindlicher Weise definiert[1522]. Der Angebotsprospekt ist aus vertragsrechtlicher Sicht die Offerte des Anbieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft, deren Aktien zu kaufen bzw. gegen andere Wertpapiere zu tauschen[1523]. Die im Angebotstext definierten Parameter des Angebotes werden bei Annahme des Angebotes durch die Aktionäre der Zielgesellschaft zum Vertragsinhalt zwischen dem Anbieter und den betreffenden Aktionären. Dies verpflichtet den Anbieter insbesondere dazu, bei Erfüllung der im Angebot formulierten Bedingungen die versprochene Leistung zu erbringen, d.h. den Kaufpreis zu zahlen oder die zum Tausch angebotenen Aktien zu liefern. Der Inhalt dieses Vertrages wird allerdings nicht nur durch den Angebotstext, sondern zu einem grossen Teil auch durch die zwingenden Regeln des Börsenrechts normiert; diese Regelung durch zwingendes Recht ist letztlich Konsequenz des vom Börsengesetz bezweckten Anlegerschutzes. Damit wird die strukturelle Unterlegenheit der Aktionäre der Zielgesellschaft, die gegenüber dem Übernehmer nicht gemeinsam auftreten und – bis auf einige Grossaktionäre – auch keine Verhandlungen führen können, ausgeglichen.

Der Anbieter ist durch sein Angebot bis zum Ablauf der Angebotsfrist gebunden. Wenn die Übernahmekommission durch eine Empfehlung die Änderung eines Angebotes erwirkt, indem sie z.B. eine Bedingung für unzulässig erklärt, so gilt die Bindungswirkung für das entsprechend modifizierte Angebot weiter, d.h., der Anbieter kann sein Angebot wegen derartiger Modifikationen nicht zurückziehen. Der Anbieter hat daher bei der Formulierung seines Angebotes die Rechtslage zu berücksichtigen und muss sich im Klaren darüber sein, dass alle rechtlich unzulässigen Bestandteile des Angebotes als nicht geschrieben gelten bzw. den geltenden Rechtsnormen angepasst werden[1524]. Diese Konsequenz kann gerade beim Wegfall von Bedingungen zu unangenehmen Folgen für den Anbieter führen[1525], der in einer derartigen Situation allenfalls gar nicht mehr in der Lage ist, sein Angebot zu erfüllen[1526].

1522 Tschäni (2003a), S. 344; von der Crone (2000b), S. 164; Meier-Schatz (1996), S. 115 f.

1523 Reutter (2002), S. 38 ff.

1524 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.8.

1525 Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.8.1); Schleiffer (2004), S. 86.

1526 Diese Situation kann beispielsweise dann eintreten, wenn der Anbieter sein Angebot – kongruent zu den eigenen Finanzierungsverträgen, die er mit Banken abgeschlossen hat – unter eine breit definierte Material-Adverse-Change-Klausel stellt, die unzulässig ist (dazu vorne Ziff. III.D.6.2.2) und deshalb als nicht geschrieben gilt. Kommt es nun zu einem Material Adverse Change, so bleibt der Anbieter an sein Angebot gebunden, kann aber – sofern sich die Banken im konkreten Fall auf die Material-Change-Klausel in ihren Verträgen berufen – das Angebot nicht mehr erfüllen.

1.2 Information der Aktionäre der Zielgesellschaft

Der Angebotsprospekt ist das zentrale Instrument, um die Aktionäre der Zielgesellschaft über Anbieter und Angebot zu informieren und im Sinne der Ziele des Börsengesetzes Transparenz für die Anleger zu schaffen[1527].

Gemäss Art. 17 Abs. 1 UEV muss der Angebotsprospekt alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft in Kenntnis der Sachlage über Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes entscheiden können[1528]. Dieses von Art. 17 UEV relativ breit formulierte Ziel kann der Angebotsprospekt allerdings nur unvollständig erfüllen, da der Angebotsprospekt nur die dem Anbieter selber vorliegenden Informationen widerspiegelt; gerade bei feindlichen Angeboten, bei denen vor der Publikation des Angebotes kein Informationsaustausch zwischen Anbieter und Zielgesellschaft stattfindet, kann der Prospekt nur wenig über die Zielgesellschaft selbst aussagen. Aus diesem Grund ist der Angebotsprospekt nur der erste Schritt zur Sicherstellung der von Art. 1 BEHG angestrebten Transparenz; die Informationen, die der Anbieter im Angebotsprospekt macht, müssen durch die Stellungnahme der Zielgesellschaft[1529] ergänzt werden[1530]. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft ist es letztlich nur dann möglich, über das Angebot „en connaissance de cause“ zu entscheiden, wenn sie nicht nur die Bedingungen des Anbieters kennen und Informationen über den Anbieter und seine Absichten haben, sondern auch Informationen von der Zielgesellschaft selbst erhalten, die insbesondere über den tatsächlichen Wert der Aktien der Zielgesellschaft und deren Wertpotential Aufschluss geben[1531].

2. Wahrheitsgebot

Gemäss Art. 24 Abs. 1 BEHG muss der Angebotsprospekt inhaltlich wahr sein. Dies bedeutet primär, dass alle vom Anbieter im Prospekt aufgeführten Tatsachen richtig sein müssen[1532]. Soweit der Angebotsprospekt Werturteile enthält, kann deren objektive Richtigkeit nicht wie bei Tatsachen direkt überprüft werden; derartige Aussagen müssen aber in Anbetracht der erkennbaren Tatsachen vernünftig sein[1533].

1527 Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 zu Art. 24 BEHG.

1528 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N.5 zu Art. 24 BEHG; Tschäni (2003a), S. 344; Schärer/Aregger (2003), S. 50; von der Crone (2000b), S. 164 f.; Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.8.1.1) mit der Aufforderung, den konkreten Prospekt mit Angaben über die Auswirkungen der Übernahme auf eine bestimmte Tochtergesellschaft der Zielgesellschaft zu ergänzen.

1529 Dazu hinten, Ziff. III.K.4.1.

1530 Von der Crone (2000b), S. 170; Glatthaar (2007), S. 47 f.; vgl. zum Konzept der Information des Anlegers durch die kontrakdiktorischen Darstellung von Anbieter und Zielgesellschaft: Zobl (1997), S. 63 f.; Bahar (2004), S. 264; Bernet (1998), S. 258.

1531 Böckli (2004), § 7 N. 185.

1532 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 4 zu Art. 24 BEHG; Blaas/Barraud (2008), S. 341.

1533 Empfehlung der UEK vom 17. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.1.5); Bernet (1998), S. 181.

Das Wahrheitsgebot verbietet aber auch irreführende Formulierung von Angebotsprospekten. Die im Prospekt enthaltenen Angaben müssen daher so dargestellt werden, dass sie für den durchschnittlichen Adressaten verständlich sind und bei diesem keine falschen Vorstellungen erwecken[1534].

3. Inhalt des Angebotsprospektes

Gemäss Art. 17 Abs. 1 UEV muss der Angebotsprospekt alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft über das Angebot entscheiden können[1535]. Diese allgemeine Vorschrift wird durch Art. 19 ff. UEV konkretisiert, wo die einzelnen notwendigen Bestandteile des Angebotsprospektes dargestellt werden. Der Anbieter muss aufgrund dieser Bestimmungen im Angebotsprospekt insbesondere folgende Angaben machen[1536]:

3.1 Angaben über den Anbieter

Gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. a UEV müssen Firma, Sitz, Kapital und hauptsächliche Geschäftstätigkeit des Anbieters offen gelegt werden[1537]; überdies muss gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. e UEV angegeben werden, wo die letzte veröffentlichte Jahresrechnung des Anbieters bezogen werden kann[1538]. Damit sich die Aktionäre der Zielgesellschaft auch ein Bild über die Personen machen können, die hinter dem Anbieter stehen, müssen gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV alle Aktionäre und Aktionärsgruppen, die mehr als 3% der Stimmrechte am Anbieter halten, offengelegt werden[1539], wobei Art. 19 Abs. 1 lit. c UEV verlangt, dass zusätzlich auch noch diejenigen Aktionäre bezeichnet werden, wel-

---

1534 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 17. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.1.3).

1535 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 5 zu Art. 24 BEHG; Tschäni (2003a), S. 344; Schärer/Aregger (2003), S. 50; von der Crone (2000b), S. 164 f.; Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.8.1.1).

1536 Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 76 ff. zu Art. 24 BEHG; Bernet (1998), S. 147.

1537 Vgl. die Angaben, welche Colony in der Übernahmeofferte bei der Übernahme der Montreux-Palace SA machen musste: Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace. Sofern ein Angebot von einer Tochtergesellschaft eines Konzerns oder einer für die Transaktion speziell gegründeten Akquisitionsgesellschaft gemacht wird, müssen nicht nur die Besitzverhältnisse bezüglich der betreffenden Tochtergesellschaft, sondern auch bezüglich der Obergesellschaft offengelegt werden: Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.9.1); Beispiele zu den entsprechenden Klauseln finden sich bei Tschäni/Iffland (2002), S. 178 ff., S. 183 f.

1538 Nach der Praxis der UEK muss allerdings bei Barangeboten keine Jahresrechnung zur Verfügung gestellt werden, wenn die Anbieterin nach dem auf sie anwendbaren Gesellschaftsrecht nicht zur Publikation einer Jahresrechnung verpflichtet ist: Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding; vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. BigStar Holding.

1539 Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.6.3); dabei müssen die wirtschaftlich berechtigten Personen angegeben werden; vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.6.1). Im konkreten Fall musste angegeben werden, welche natürlichen Personen die juristischen Personen beherrschten, die Aktionäre des Anbieters waren; Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.4.4.2); Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2002 i.S. Baumgartner; Tschäni (2004a), S. 185; ein Beispiel einer derartigen Klausel findet sich bei Tschäni/Iffland (2002), S. 180.

che den Anbieter direkt oder indirekt beherrschen, d.h. auf seine Organe einen bestimmenden Einfluss ausüben[1540].

Der Anbieter kann sich im Angebotsprospekt auf eine relativ generelle Beschreibung seiner hauptsächlichen Geschäftstätigkeit beschränken und muss – anders als in einem Kotierungsprospekt – keine detaillierten Angaben über seine Struktur und Tätigkeit machen. Soweit der Anbieter im Angebotsprospekt aber geltend macht, dass eine „industrielle Logik" für einen Zusammenschluss spricht oder Synergieeffekte betont, muss er über seine Geschäftstätigkeit mindestens so weit Angaben machen, dass die Aktionäre diese Gedanken nachvollziehen können[1541].

3.2 Angaben über Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln

Neben dem Anbieter selbst sind gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV auch alle Personen im Angebotsprospekt aufzuführen, die in Bezug auf das Angebot in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln[1542]. Die Offenlegung dieser Personen ist wesentlich, da die börsengesetzlichen Pflichten des Anbieters auch für alle Personen gelten, die in gemeinsamer Absprache mit ihm handeln[1543]. Zur Definition der „gemeinsamen Absprache" verweist Art. 11 UEV auf die Definition der Gruppe für die Meldepflicht von Beteiligungen, d.h. auf Art. 10 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA[1544]. Dementsprechend werden alle Personen, die mit dem Anbieter eine Vereinbarung in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten bzw. den Erwerb von Aktien an der Zielgesellschaft getroffen haben, sowie alle Personen, welche ihr Verhalten hinsichtlich des öffentlichen Angebotes mit dem Anbieter in gegenseitiger Absprache koordinieren, von dieser Bestimmung erfasst und müssen im Angebotsprospekt aufgeführt werden[1545]. In diesem Sinne müssen insbesondere folgende Personen im Angebotsprospekt erwähnt werden:

- Alle Gesellschaften, die mit dem Anbieter einen Konzern bilden, d.h. vom Anbieter selbst oder von einer gemeinsamen Muttergesellschaft be-

---

1540 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (Sachverhaltsdarstellung A).

1541 Empfehlung XI der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.5.2).

1542 Dabei sind jeweils die wirtschaftlich berechtigten Personen anzugeben; vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 (E.6.2); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 179; Tschäni/Iffland (2002), mit einem Beispiel einer diesbezüglichen Klausel im Angebotsprospekt, S. 180 f.

1543 Hofstetter (1998c), S. 290; Gotschev (2005), S. 278 ff.

1544 Dazu im Einzelnen vorne Ziff. II.E.1; zur Bedeutung des Verweises Gotschev (2005), S. 271.

1545 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium (E.68); Hofstetter (1998c), S. 290; Bernet (1998), S. 148; Gotschev (2005), S. 271 ff.

herrscht werden[1546]. Sofern die Aufzählung sämtlicher Konzerngesellschaften übermässig viel Platz beanspruchen würde, genügt nach der Praxis der Übernahmekommission allerdings ein allgemeiner Hinweis auf Konzerngesellschaften[1547], wobei aber immer die Konzernobergesellschaft sowie alle Gesellschaften, die Beteiligungspapiere am Anbieter halten, namentlich aufgeführt werden müssen[1548].

- Aktionäre der Zielgesellschaft, die ihre Aktien dem Anbieter vor der Publikation des Angebotes unter der Bedingung verkauft haben, dass das Angebot erfolgreich ist[1549], bzw. sich im Rahmen eines Tender Agreement bereit erklärt haben, das Angebot anzunehmen oder aber dem Anbieter in anderer Weise ihre Unterstützung zugesichert haben[1550]. Tschäni vertritt allerdings die Ansicht[1551], dass Aktionäre der Zielgesellschaft, die dem Anbieter die Annahme des Angebotes zugesichert bzw. ihre Aktien in einem bedingten Vertrag verkauft haben, nur dann in Absprache mit dem Anbieter handeln, wenn die betreffenden Aktionäre in den Verhandlungen mit dem Anbieter einen massgebenden Einfluss auf die Ausgestaltung der Bedingungen des Angebotes hatten. M.E. ist diese Ansicht zu restriktiv. Ein Aktionär, der seine Aktien dem Anbieter bereits vor Veröffentlichung des Angebotes unter der Bedingung verkauft, dass das Angebot erfolgreich ist, bzw. ein Tender Agreement abgeschlossen hat, unterstützt den Anbieter allein schon durch die Tatsache, dass er durch die Zusicherung, das Angebot anzunehmen, die Erfolgschancen des Angebotes erhöht. Diese Unterstützung ist aber völlig unabhängig davon, ob der betreffende Aktionär die Bedingungen des Angebotes beeinflusst

---

1546 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.4.2); Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas (E.1); Empfehlung der UEK vom 12. Juli 2000 i.S. India Investment (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. InCentive (E.5); von der Crone (2000b), S. 166; Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.1); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo Holding (E.3.2), wo bei einem Erwerb durch eine Tochtergesellschaft eines Private-Equity-Unternehmens nicht nur das betreffende Private-Equity-Unternehmen, sondern auch alle von diesem Private-Equity-Unternehmen geführten Fonds und Beteiligungsgesellschaften aufgeführt werden mussten; Gotschev (2005), S. 272. Soweit ein Staat den Anbieter beherrscht, sieht die UEK allerdings davon ab, den betreffenden Staat und ihm gehörende Unternehmen als Personen zu betrachten, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, da der Konzernbegriff in derartigen Situationen letztlich uferlos würde, vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.6.2.2).

1547 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 1999 i.S. Stratec; Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.3.2); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 180 mit Beispiel einer entsprechenden Klausel im Angebotsprospekt.

1548 Vgl. Empfehlung der UEK vom 21. Juni 1999 i.S. USEGO (E.3); Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2002 i.S. Baumgartner (E.2.2); Gotschev (2005), S. 267 f.; Tschäni (2004a), S. 211.

1549 Vgl. für einen derartigen Fall: Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.6.2).

1550 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.4.2); Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 (E.71 ff.); Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.2.2.); Empfehlung der UEK vom 22. Oktober 2002 i.S. Optic-Optical (E.2); differenziert, Tschäni (2004a), S. 213 f.

1551 Tschäni (2004a), S. 214; vgl. auch die von Tschäni/Iffland (2002), S. 182 vertretene Meinung, dass ein Aktionär, der die Annahme zugesichert hat, von vornherein nicht zu den Personen gehört, die in Absprache mit dem Anbieter handeln; Gotschev (2005), S. 275 f.; Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.2.3).

hat, und rechtfertigt allein schon, den betreffenden Aktionär als Person zu betrachten, die in Absprache mit dem Anbieter handelt[1552].

Aktionäre, die vor Veröffentlichung des Angebotes dem Anbieter Aktien oder Optionen verkaufen, gehören dagegen nicht zu den Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, da sie auf das laufende Angebot keinen Einfluss mehr nehmen und dies auch nicht unterstützen. Derartige Aktionäre werden nur dann als Personen betrachtet, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, wenn sie sich beim Verkauf verpflichten, den Anbieter während der Laufzeit des Angebotes durch die Ausübung von Stimmrechten[1553] oder in anderer Weise zu unterstützen[1554].

– Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot nicht annehmen, aber bereits vor Veröffentlichung des Angebotes mit dem Anbieter vereinbart haben, dass sie nach der Übernahme zusammen mit dem Anbieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft ausüben werden[1555].

– Die Zielgesellschaft selbst, falls ihr Verwaltungsrat dem Angebot vorgängig zugestimmt und dieses unterstützt bzw. mit dem Anbieter eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen hat[1556]. Das Gleiche gilt auch, wenn die Zielgesellschaft im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes vom Anbieter beherrscht wird[1557]. Die Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gelten ebenfalls als Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, wenn sie sich verpflichten, das Angebot des Anbieters persönlich zu unterstützen oder mit diesem Mandatsverträge eingehen,

---

1552 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium (E.80 ff.), wo die EBK festhält, dass bereits der Verkauf eines grossen Pakets und die Mithilfe bei der Kontaktnahme zwischen Anbieter und Zielgesellschaft als Handeln in gemeinsamer Absprache betrachtet wird. Vgl. aber Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.2.3), wo die UEK zum Schluss kommt, dass der Abschluss eines Tender Agreement, d.h. einer Vereinbarung, mit dem sich der Aktionär verpflichtet, seine Aktien bei einem öffentlichen Angebot einzuliefern, nicht als „Handeln in gemeinsamer Absprache" mit dem Anbieter betrachtet werden kann; wie vorne dargestellt, ist diese Betrachtung m.E. unrichtig, da der Abschluss eines derartigen Tender Agreement vor der Veröffentlichung eines Angebotes eine starke Unterstützung für den betreffenden Anbieter bedeutet.

1553 Dies ist insbesondere möglich, wenn der Kaufvertrag erst nach Durchführung einer Generalversammlung der Zielgesellschaft vollzogen wird.

1554 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.2.1).

1555 Empfehlung der UEK vom 2. August 2006 i.S. EES (E.4.2).

1556 Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 22. Oktober 2002 i.S. Optic-Optical Technology Investments (E.2); Empfehlung der UEK vom 4. Februar 2002 i.S. Netstal (E.6); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E.3); von der Crone (2000b), S. 166; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 178; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 65 f.

1557 Empfehlung der UEK vom 18. Mai 1999 i.S. Haldengut (E.5); Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2002 i.S. Cementia (E.4); Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger (E.1); Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli (E.4); Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2004 i.S. Maag, wo die UEK eine Beherrschung annahm, weil sich vier von sieben Verwaltungsräten der Maag Holding verpflichtet hatten, im Interesse der SPS, d.h. der Anbieterin, zu handeln und ihr Angebot zu unterstützen: Gotschev (2005), S. 273.

in denen sie sich verpflichten, ihr Mandat im Interesse des Anbieters auszuüben[1558].

– Aktionäre, die den Anbieter beherrschen[1559], sowie die von diesen Aktionären beherrschten Gesellschaften[1560].

Gemäss Art. 11 Abs. 2 UEV wird vom Vertreter des Anbieters vermutet, dass er bezüglich eines allfälligen Aktienbestandes, den er an der Zielgesellschaft hält, nicht in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelt[1561]. Dies gilt für die mit der technischen Durchführung des Angebotes beauftragte Bank[1562] sowie für alle anderen Berater des Anbieters, wie Anwälte, Investmentbanken oder Steuerberater[1563]. Diese Vermutung kann allerdings widerlegt werden, wenn die abwickelnde Bank oder der Berater mit dem Anbieter wirtschaftlich verbunden sind oder diesem zusichern, dass sie ihre Aktien ebenfalls dem Anbieter andienen werden; in diesem Fall handeln die betreffenden Personen in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter[1564].

Bei den Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, muss im Angebotsprospekt nicht nur die Identität offengelegt, sondern auch der Inhalt der Absprache mit dem Anbieter in den Grundzügen dargestellt werden[1565]. Die Aktionäre der Zielgesellschaft sollen auf diese Weise abschätzen können, welche Rolle diese Personen einnehmen bzw. bis zu welchem Grad sie den Anbieter tatsächlich unterstützen.

Die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, werden durch das Angebot nicht selbst verpflichtet und haben – wie in Art. 12 Abs. 2 UEV ausdrücklich festgehalten wird – auch keine Verpflichtung, den Angebotspreis zu bezahlen[1566]. Gemäss Art. 12 Abs. 1 UEV unterstehen Personen, die in gemein-

---

1558 Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2004 i.S. Maag (E.3.3).

1559 Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.3.1); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.4.2.2); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 178; Gotschev (2005), S. 272 f.

1560 Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.3.2).

1561 Tschäni/Iffland (2002), S. 182; der Umstand, dass ein Berater des Anbieters nicht als Person betrachtet wird, die in Absprache mit dem Anbieter handelt, hat, vor allem die Konsequenz, dass der betreffende Vertreter die eigene Handelstätigkeit bezüglich der Aktien der Zielgesellschaft nicht im Sinne der Meldepflicht (dazu Ziff. III.G.2) offenlegen muss. Da die Vertreter meist Banken oder Broker sind, würde der Einbezug in die Meldepflicht für die betroffenen Institute tatsächlich zu einem sehr grossen Compliance-Aufwand führen.

1562 Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolut Invest (E.3.4).

1563 Empfehlung der UEK 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.2.1.5).

1564 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolut Invest (E.3.4). Da der Vertreter des Anbieters im Rahmen seiner auftragsrechtlichen Treuepflicht letztlich gar nicht anders handeln kann als seine Aktien dem Anbieter anzubieten, dürfte die Vermutung von Art. 11 Abs. 2 UEV immer dann umgestossen werden, wenn der Vertreter des Anbieters tatsächlich eine erhebliche Beteiligung an der Zielgesellschaft hält.

1565 Vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.6.2); Gotschev (2005), S. 279 f.

1566 Gotschev (2005), S. 278.

samer Absprache mit dem Anbieter handeln, aber den folgenden Transparenz- und Verhaltensregeln des Börsengesetzes[1567]:

- Das Wissen der betreffenden Person wird dem Anbieter zugerechnet. Die Bestätigung im Angebotsprospekt, dass der Anbieter keine kursrelevanten, nicht öffentlichen Informationen hat, muss sich daher auch auf das Wissen der Personen beziehen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln[1568].

- Käufe von Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, werden von der Best-Price-Regel gemäss Art. 10 UEV[1569] erfasst, sodass der Anbieter zu einer Erhöhung seines Angebotes an die Aktionäre verpflichtet ist, wenn eine dieser Personen Aktien zu Preisen über dem Angebotspreis kauft[1570].

- Soweit ein Angebot unter Bedingungen steht, dürfen Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, den Eintritt dieser Bedingungen nicht verhindern bzw. müssen alle notwendigen Schritte einleiten, damit die Bedingungen, unter denen das Angebot steht, erfüllt werden können[1571]. Andernfalls gilt die betreffende Bedingung gemäss Art. 156 OR als erfüllt.

- Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, unterliegen der Meldepflicht über Transaktionen gemäss Art. 38 ff. UEV, d.h. müssen während der Dauer des Angebotes sämtliche Transaktionen in Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft täglich der Übernahmekommission melden; bei Tauschangeboten bezieht sich diese Meldepflicht auch auf Beteiligungspapiere der Gesellschaft, deren Aktien zum Tausch angeboten werden[1572].

- Die Beteiligungen, welche Personen, die mit dem Anbieter zusammenwirken, an der Zielgesellschaft halten, werden dem Anbieter zugerechnet, sodass er sie wie seine eigene Beteiligung gemäss Art. 19 lit. f UEV im Angebotsprospekt offenlegen und auch bei der Veröffentlichung des Ergebnisses gemäss Art. 44 UEV bekanntgeben muss. Gemäss Art. 54 lit. b BEHV werden derartige Aktien aber auch bei der Ermittlung des

---

1567 Nobel (2004b), S. 944; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 171.

1568 Art. 23 UEV; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 2 zu Art. 24 BEHG; kritisch Gotschev (2005), S. 280 f.

1569 Vgl. dazu Ziff. III.D.4.3.

1570 Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.1); von der Crone (2000b), S. 166; Gotschev (2005), S. 281 ff.; kritisch zu dieser Regelung, Romerio (2005), S. 40; diese Regelung gilt allerdings nur vom Zeitpunkt an, in dem die betreffenden Personen tatsächlich eine Verbindung mit dem Anbieter eingegangen sind; Verfügung 406/01 vom 17. März 2009 der UEK i.S. Hammer Retex (E.6.2).

1571 Art. 13 UEV; Gotschev (2005), S. 284.

1572 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.5); Gotschev (2005), S. 284.

Grenzwertes für Kraftloserklärungen dem Aktienbestand des Anbieters zugerechnet[1573].

3.3 Aktienbesitz des Anbieters

Gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. f und g UEV muss der Anbieter im Angebotsprospekt offenlegen, wie hoch seine Beteiligung am Kapital der Zielgesellschaft im Zeitpunkt ist, in dem er das Angebot unterbreitet, und wie viele Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft er in den letzten zwölf Monaten vor dem Angebot gekauft und verkauft hat[1574]. Dabei müssen die bei den einzelnen Transaktionen bezahlten Preise nicht angegeben werden; der Anbieter muss aber den höchsten Preis offenlegen, den er in diesem Zeitraum bezahlt hat, da dieser Preis für die Berechnung des Pflichtangebotspreises im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG entscheidend ist[1575]. Zusätzlich muss auch die Zahl der Finanzinstrumente angegeben werden, die sich auf Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft beziehen und die der Anbieter in den 12 Monaten vor dem Angebot gekauft und verkauft hat, wobei pro Finanzinstrument der höchste Preis angegeben werden muss, den der Anbieter bezahlt hat. Neben den eigenen Transaktionen des Anbieters, müssen gemäss Art. 12 Abs. 3 UEV auch Bestand und Transaktionen von Personen offengelegt werden, die in Absprache mit dem Anbieter handeln[1576]. Transaktionen dieser Personen müssen allerdings nur insofern offengelegt werden, als sie nach dem Zeitpunkt erfolgt sind, in dem die Absprache stattfand[1577].

Tschäni/Iffland vertreten die Ansicht[1578], dass die Offenlegung von Bestand und Transaktionen des Anbieters bezüglich der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft überflüssig sei, da der Anbieter sowie alle Personen, die mit ihm eine Gruppe bilden, bereits aufgrund der Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG ihren Bestand offenlegen müssen, sofern sie die relevanten Schwellenwerte von 3, 5, 10, 15, 20, 25, $33^{1}/_{3}$, 50 oder $66^{2}/_{3}$% der Stimmrechte überschreiten[1579]. M.E. ist die Pflicht zur Angabe von Transaktionen und Bestand im Angebotsprospekt aber sinnvoll, da die Aktionäre der Zielgesellschaft aufgrund der Angaben über die Transaktionen und die dabei bezahlten Preise beurteilen können, ob die Mindestpreisvorschriften im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG[1580] im konkreten Fall eingehalten wurden; aufgrund der Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG erhalten die Aktionäre der Zielgesellschaft dage-

---

1573 Dazu im Einzelnen Ziff. III.G.6.1.4.

1574 Vgl. Empfehlung der UEK vom 10. Oktober 2001 i.S. Christ (E.2.1); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 186; Tschäni/Iffland (2002), S. 183 ff. mit einem Beispiel einer derartigen Klausel; Options- und Wandelrechte sind dabei separat anzugeben, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 173.

1575 Diese Angaben müssen allerdings auch dann gemacht werden, wenn die Preisregeln über Pflichtangebote nicht zur Anwendung kommen, Empfehlung der UEK vom 10. Oktober 2001 i.S. Christ (E.2.1).

1576 Zum Begriff der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, Ziff. III.E.3.2.

1577 Tschäni/Iffland (2002), S. 183.

1578 Tschäni/Iffland (2002), S. 183.

1579 Zur Meldepflicht im Einzelnen Ziff. II vorne.

1580 Dazu Ziff. III.D.2.1.2.

gen keine Informationen über die Preise. Überdies sind die Angaben im Prospekt auch wesentlich genauer als die Meldungen gemäss Art. 20 BEHG, bei der die Anleger nur wissen, dass der Bestand des Anbieters zwischen dem letzten gemeldeten Grenzwert und dem nächsthöheren Grenzwert liegt.

3.4 Gegenstand und Preis des Angebotes

Der Angebotsprospekt muss gemäss Art. 21 Abs. 1 UEV festhalten, für wie viele Aktien das Angebot unterbreitet wird, wobei im Falle eines Teilangebotes die Höchstzahl der zu übernehmenden Beteiligungspapiere angegeben werden muss[1581].

Der Preis bzw. die zum Tausch angebotenen Wertpapiere müssen gemäss Art. 21 Abs. 2 UEV für jede Kategorie von Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten, die vom Angebot erfasst werden, einzeln angegeben werden[1582]. Soweit der Kaufpreis bzw. das Umtauschverhältnis nicht als bestimmte Zahlen definiert, sondern im Rahmen einer Berechnungsformel bestimmt werden[1583], müssen sowohl die Formel selbst wie auch die einzelnen, für die Berechnung relevanten Faktoren im Prospekt so genau definiert werden, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft die Berechnung des Kaufpreises bzw. des Umtauschverhältnisses nachvollziehen können. Eine Bestimmung des Kaufpreises nach subjektiven Kriterien ist dagegen nicht zulässig; insbesondere ist es nicht möglich, den Preis vom Ergebnis einer Due-Diligence-Untersuchung oder vom Preis, der einem Dritten für eine grosse Beteiligung bezahlt wird, abhängig zu machen[1584].

Werden für unterschiedliche Kategorien von Aktien verschiedene Preise geboten, so muss gemäss Art. 22 UEV im Angebotsprospekt dargelegt werden, wie die unterschiedlichen Preise berechnet worden sind. Die Erklärung der Preisdifferenzierung verursacht im Allgemeinen keine Schwierigkeiten, wenn Vermögens- und Stimmrechte der einzelnen Aktienkategorien vom Nennwert der betreffenden Aktien abhängen, da sich in diesem Fall die unterschiedlichen Preise rein durch Nennwertunterschiede begründen lassen und entsprechend einfach berechnet werden können. Schwieriger ist die Begründung der Preisunterschiede, wenn diese darauf zurückzuführen sind, dass bei der Preisfestsetzung unterschiedliche Rechte einzelner Kategorien, die nicht vom Nominalwert abhängig sind, berücksichtigt wurden. Diese Situation ergibt sich insbesondere, wenn bei Vorzugs- oder Stimmrechtsaktien erhöhte Vermögens- bzw. Mitwirkungsrechte durch entsprechend höhere Angebotspreise abgegolten werden. In diesem Fall muss nach dem vorne in Ziff. III.D.4.4 dargestellten Prinzip der relativen Gleichbehandlung im Angebotsprospekt begründet werden, wie die entsprechenden zusätzlichen Rechte bewertet worden sind.

1581 Tschäni/Iffland (2002), S. 131 f., mit einem Beispiel.

1582 Bernet (1998), S. 149; Beispiele aus Prospekten finden sich bei Tschäni/Iffland (2002), S. 138.

1583 Diese Möglichkeit ergab sich bis 31.12.2008 aufgrund des damals geltenden Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK.

1584 Vgl. kritisch dazu Tschäni/Iffland (2002), S. 146 im Zusammenhang mit Konkurrenzofferten.

Die meisten Angebotsprospekte enthalten einen Vergleich des Angebotspreises mit den Marktpreisen vor Bekanntgabe des Angebotes, wobei aufgrund dieses Vergleichs typischerweise eine prozentuale Prämie zu den vorangehenden Preisen errechnet wird. Die Angabe dieser Prämie ist nach den einschlägigen Bestimmungen der UEV nicht notwendig; sie erlaubt dem Anbieter aber, die Vorteile seines Angebotes darzustellen[1585]. Dem Anbieter steht es frei, die Vergleichsbasis für die Berechnung der Prämie selbst zu wählen, was dazu führt, dass die Basis häufig so gewählt wird, dass eine möglichst hohe Prämie gezeigt werden kann[1586]. In der Praxis sind heute Prämienberechnungen auf der Basis der letzten 30 bis 60 Börsentage üblich, wobei zum Teil auf den Durchschnitt der Eröffnungskurse[1587], zum Teil aber auch auf den volumengewichteten Durchschnittskurs abgestellt wird[1588]. Zum Teil werden aber auch längere Perioden gewährt bzw. Preisvergleiche mit länger zurückliegenden Perioden gemacht, in denen die Preise noch nicht von Übernahmegerüchten beeinflusst wurden. Im Sinne des Wahrheits- und Klarheitsgebotes muss bei der Darstellung von Prämien immer die Berechnungsgrundlage offengelegt werden, sodass die Anleger die Berechnung der vom Anbieter geltend gemachten Prämie nachvollziehen und entsprechend der Berechnungslage auch richtig bewerten können. Die Prämienberechnung muss im Weiteren auch von der Prüfstelle geprüft werden, um sicherzustellen, dass die Prämie auf der im Prospekt angegebenen Basis richtig berechnet worden ist.

Da es für die Anleger zur finanziellen Bewertung des Angebotes wesentlich ist, wie der vom Anbieter bezahlte Preis besteuert wird, muss der Anbieter im Prospekt auch die steuerliche Behandlung des Kaufpreises für in der Schweiz domizilierte Anleger darstellen[1589]. Wesentlich ist dabei insbesondere eine Aussage über die Besteuerung natürlicher Personen, die Aktien im Privatvermögen halten, d.h. eine Aussage darüber, ob ein steuerfreier Kapitalgewinn vorliegt oder aber der Preis aufgrund einer direkten oder indirekten[1590] Teilliquidation als Einkommen besteuert wird[1591]. In der Praxis machen die Anbieter allerdings meist nur relativ allgemeine Ausführungen über die Besteuerung von in der Schweiz domizilierten juristischen und natürlichen Personen und geben Auskunft darüber, ob sie einen Vorabentscheid der Steuerbehörden er-

---

1585 Vgl. ein entsprechendes Beispiel bei Tschäni/Iffland (2002), S. 145.

1586 Z.B. Vergleich mit dem Durchschnittspreis der vergangenen zwölf Monate oder dem Durchschnittspreis vor Bekanntwerden der ersten Übernahmegerüchte etc.

1587 Diese Praxis hat sich in Analogie zur bis zum 1. Juli 2007 geltenden Berechnung des Mindestpreises bei Pflichtangeboten entwickelt.

1588 Vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 146.

1589 Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.10); Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.9.2); Empfehlung der UEK vom 17.10.2002 i.S. Swissfirst AG (E.2); Schärer/Aregger (2003), S. 148; vgl. für ein Beispiel einer derartigen Klausel Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 191 ff.

1590 Vgl. dazu Ziff. IV.B.1.1.2.

1591 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.9).

halten haben, indem sie eine Besteuerung bejahen oder aber ablehnen[1592]. Trotz der meist sehr generellen Ausführungen über die Besteuerung haben Hinweise auf eine tatsächliche oder mögliche Besteuerung des Kaufpreises erhebliche Auswirkung auf das Verhalten der Aktionäre[1593]. Aktionäre, die aufgrund eines derartigen Hinweises eine Besteuerung befürchten müssen, verkaufen ihre Aktien praktisch immer am Markt, sodass in den letzten Tagen der Angebotsfrist und vor allem auch während der Nachfrist ein Arbitragemarkt entsteht, bei dem die steuergefährdeten Aktionäre ihre Aktien verkaufen und steuerfreie institutionelle Anleger, wie insbesondere Pensionskassen, diese Aktien zu Kursen erwerben, die knapp unter dem Angebotspreis liegen[1594].

3.5 Angaben über die Finanzierung des Angebotes

Gemäss Art. 20 UEV muss der Anbieter im Angebotsprospekt offenlegen, wie er die Übernahme finanziert[1595]. Insbesondere muss er erklären, ob die Kosten der Übernahme aus vorhandenen liquiden Mitteln oder aber durch die Aufnahme von Fremd- bzw. Eigenkapital gedeckt werden[1596]. Auch wenn sich der Anbieter bei der Darstellung der Finanzquellen eine gewisse Flexibilität vorbehalten kann, die es ihm z.B. erlaubt, die für die Finanzierung vorgesehene Kreditaufnahme bei Banken durch die Emission einer Obligation zu refinanzieren, muss er die Finanzquellen aber doch so bestimmt darstellen, dass klar wird, wie die Finanzierung gesichert ist[1597]. Der Anbieter muss die Personen bzw. Finanzinstitute, welche die betreffenden Mittel konkret zur Verfügung stellen, d.h. insbesondere Kreditbanken und Eigenkapitalgeber, sowie die Konditionen der Finanzierung im Angebotsprospekt nicht bekanntgeben[1598]. Diese Details muss der Anbieter aber der Prüfstelle offenlegen, die prüfen muss, ob die Finanzierung des Angebotes tatsächlich gesichert ist, und in ihrem Bericht auch eine entsprechende Bestätigung abgeben muss[1599].

1592 Hexagon hielt in ihrem Angebotsprospekt für die Übernahme von Leica z.B. fest, dass sie einen Vorabentscheid der Steuerbehörden erhalten hatte, aus dem hervorging, dass die Kaufpreiszahlung für in der Schweiz domizilierte natürliche Personen steuerfreien Kapitalgewinn darstelle, wies aber auf das Restrisiko hin, dass eine kantonale Steuerbehörde für die Anwendung der kantonalen Steuern zu einem andern Ergebnis kommen könne. Sumido wies dagegen in ihrem Angebotsprospekt für die Übernahme von Saia-Burgess darauf hin, dass generell das Risiko bestehe, dass der Kaufpreis bei in der Schweiz domizilierten natürlichen Personen als Einkommen besteuert werden könne, da sie offenbar keinen Vorabentscheid der Steuerbehörden erhalten hatte; vgl. Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.9.2.1), wo die Formulierung im Prospekt von Danaher dargestellt wird. Zum notwendigen Detaillierungsgrad vgl. Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.1.5).

1593 Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.1.7.4).

1594 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 194 ff.

1595 Schott (2008), S. 525 f.

1596 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.8); Bernet (1998), S. 151; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 176 f.

1597 Die UEK erachtete in ihrer Empfehlung vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.8.2) die Formulierung *„die Danaher-Gruppe beabsichtigt die Finanzierung des Angebotes durch verfügbares Bargeld, Darlehen unter ihren Kreditfazilitäten oder freien Kreditlinien oder durch die Begründung eines Programms mit Geldmarktpapieren oder über die Kapitalmärkte oder durch eine Kombination davon sicherzustellen“* als zu unbestimmt.

1598 Von der Crone (2000b), S. 165; Tschäni/Iffland (2002), S. 187 mit einem Beispiel einer entsprechenden Klausel.

1599 Lengnauer (2002), S. 62; III.F.4.1.

Soweit der Anbieter ein Tauschangebot unterbreitet, muss er im Angebotsprospekt darlegen, woher die zum Tausch angebotenen Titel stammen, d.h., ob es sich um Vorratsaktien oder um genehmigtes Kapital handelt, über das der Verwaltungsrat des Anbieters selbst bestimmen kann, oder ob ein Kapitalerhöhungsbeschluss der Generalversammlung notwendig ist[1600]. Soweit zur Schaffung der für den Tausch erforderlichen Titel ein Kapitalerhöhungsbeschluss notwendig ist, muss der Anbieter sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass der entsprechende Beschluss gefasst wird. In einem derartigen Fall muss der Anbieter im Angebotsprospekt bestätigen, dass er sämtliche Schritte zur Schaffung der betreffenden Titel, d.h. zur Durchführung der Kapitalerhöhung, eingeleitet hat[1601], was insbesondere erfordert, dass der Verwaltungsrat des Anbieters eine Generalversammlung einberuft und die entsprechenden Anträge stellt.

3.6 Angaben über die Zielgesellschaft

Der Anbieter muss im Angebotsprospekt bezüglich der Zielgesellschaft folgende Angaben machen:

3.6.1 Unternehmerische Absichten des Anbieters

Der Anbieter muss im Angebotsprospekt gemäss Art. 23 Abs. 1 lit. a UEV offenlegen, welche Absichten er in Bezug auf die weitere Führung der Zielgesellschaft hat[1602]. Aufgrund der Offenlegung dieser Absichten sollen die Aktionäre der Zielgesellschaft abschätzen können, welche Entwicklung sie zu erwarten haben, falls sie sich entscheiden sollten, ihre Aktien zu behalten[1603].

Gemäss dem Wortlaut von Art. 23 Abs. 1 lit. a UEV genügt es allerdings, wenn der Anbieter seine grundsätzlichen Absichten bekanntgibt, was dazu führt, dass der Angebotsprospekt meistens nur sehr generelle Aussagen über die Absichten des Anbieters nach der Übernahme enthält[1604]. Der Anbieter muss nach der Praxis der Übernahmekommission aber mindestens darüber informieren, ob die Zielgesellschaft als unabhängige Gesellschaft weitergeführt oder in die Organisation des Anbieters integriert wird, welche Ausschüttungspolitik die Zielgesellschaft nach der Übernahme verfolgen wird und ob die Aktien der Zielgesellschaft dekotiert werden und ein Kraftloserklärungsverfahren durchgeführt wird, da diese Punkte für den Aktionär beim Entscheid, die

---

1600 Schott (2008), S. 532 ff.;

1601 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 177.

1602 Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.5.1.4); Tschäni (2003a), S. 346; Bernet (1998), S. 152; der Anbieter muss dabei nicht nur Aussagen über die Weiterführung des Geschäftes, sondern auch seine Ansichten betreffend Verwaltungsrat und Geschäftsleitung offen legen, Empfehlung der UEK vom 11. April 2008 i.S. Baumgartner.

1603 Von der Crone (2000b), S. 165; vgl. zu den entsprechenden Klauseln Tschäni/Iffland (2002), S. 192 f.; ein Beispiel einer sehr detaillierten Darstellung der geplanten Umstrukturierung von Anbieter und Zielgesellschaft wird dagegen in der Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan erwähnt.

1604 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.9.3).

Aktie zu behalten oder zu verkaufen, wesentlich sind[1605]. Gerade die Angaben über Dividendenpolitik, Dekotierung und Kraftloserklärung werden in Prospekten allerdings häufig auch mit dem Ziel gemacht, die Aktionäre der Zielgesellschaft zur schnellen Annahme des Angebotes zu motivieren, indem eine Einstellung der Dividendenzahlung, die baldige Dekotierung der betreffenden Beteiligungspapiere, eine Kraftloserklärung oder auch eine Fusion zu ungünstigen steuerlichen oder finanziellen Bedingungen in Aussicht gestellt werden[1606].

Nach der Praxis der Übernahmekommission muss der Anbieter auch offenlegen, welche Absichten er bezüglich der weiteren Beschäftigung von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern sowie der Mitarbeiter hat, da die Behandlung der Arbeitnehmer bei der Übernahme mindestens in der Theorie für die Aktionäre ein Element zur Beurteilung eines Angebotes sein kann[1607]. Die Behandlung der Leitungsorgane kann überdies auch Hinweise auf deren Interessenbindung geben[1608].

Die Übernahmekommission trägt in ihrer Praxis dem Umstand Rechnung, dass ein Übernehmer, der ein feindliches Angebot macht, typischerweise nur über öffentlich zugängliche Informationen zur Zielgesellschaft verfügt und daher seine zukünftige Strategie nicht detailliert formulieren kann. Dementsprechend genügen für derartige Angebote relativ summarische Angaben über die Absichten des Anbieters, wobei dieser auch einzelne Entscheide offenlassen kann. So kann ein Anbieter bei einem feindlichen Angebot die Frage, ob die Zielgesellschaft vollständig in die übernehmende Gesellschaft integriert oder als wirtschaftlich unabhängige Gesellschaft weitergeführt werden soll, von weiteren Abklärungen nach der Übernahme abhängig machen[1609].

3.6.2 Vereinbarungen zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft, deren Organen und Aktionären

Im Angebotsprospekt muss gemäss Art. 23 Abs. 1 lit. b UEV offengelegt werden, welche Vereinbarungen zwischen dem Anbieter einerseits und der Zielgesellschaft selbst bzw. einzelnen Verwaltungsräten, Aktionären oder Direkto-

---

1605 Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.4.7) sowie Empfehlung XI der UEK vom 29. Januar 2007 i. S. SIG (E.8.2), wo die UEK ausdrücklich festhält, dass der Anbieter nicht bloss Vorbehalte bezüglich seines zukünftigen Verhalten machen kann, sondern bezüglich dieser wesentlichen Punkte Absichten formulieren muss; vgl. Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.8.2.2 zu den Absichten bezüglich Organe); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 8 zu Art. 24 BEHG; Tschäni/Iffland (2002), S. 188 ff. stellen Beispiele entsprechender Klauseln.

1606 Vgl. die entsprechenden Angaben von Hexagon im Angebot für Leica Geosystems, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.5); vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 177 f.

1607 Die Praxis zeigt allerdings, dass diese Aspekte für die Aktionäre neben der Frage des Preises keinerlei Bedeutung haben, vgl. Ziff. III.K.5.2.1.

1608 Vgl. zu entsprechenden Klauseln Tschäni/Iffland (2002), S. 191 f.

1609 Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.9.3); Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.5.1.4); Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.7).

ren der Zielgesellschaft andererseits bestehen[1610]. Obwohl Art. 23 UEV von allen Vereinbarungen zwischen den betreffenden Parteien spricht, beschränkt sich die Offenlegungspflicht nach dem Zweck des Angebotsprospektes auf Vereinbarungen, die sich auf die Übernahme beziehen bzw. für diese relevant sind. Daher müssen Lieferverträge zwischen Anbieter und Zielgesellschaft und andere Verträge, die auf die normale Geschäftstätigkeit von Anbieter und Zielgesellschaft zurückgehen, nicht erwähnt werden. Folgende Vereinbarungen müssen dagegen offengelegt werden, da sie im Sinne von Art. 23 UEV für das Angebot relevant sind:

– Transaktionsvereinbarung zwischen Zielgesellschaft und Anbieter

  Bei einer freundlichen Übernahme werden vor der Veröffentlichung des Angebotes häufig Vereinbarungen geschlossen, in denen die Bedingungen der Übernahme und auch die Integration der Zielgesellschaft in die Organisation des Anbieters sowie die weitere Beschäftigung der Organe der Zielgesellschaft geregelt werden[1611]. Die Offenlegung derartiger Vereinbarungen ist für die Aktionäre der Zielgesellschaft wesentlich, da dadurch die Interessenverflechtung zwischen der Zielgesellschaft bzw. deren Organen und dem Anbieter sichtbar wird.

– Vereinbarungen mit Aktionären der Zielgesellschaft, die in Absprache mit dem Anbieter handeln

  Alle Vereinbarungen zwischen dem Anbieter und den Aktionären der Zielgesellschaft, die im Sinne von Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV in Bezug auf das Übernahmeangebot in „gemeinsamer Absprache“ mit dem Anbieter handeln[1612], müssen offengelegt werden[1613].

– Vereinbarungen des Anbieters mit Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft

  Zum Teil treffen Anbieter vor der Publikation des Übernahmeangebotes bereits individuelle Vereinbarungen mit Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft über deren Weiterbeschäftigung bzw. über Abgangsentschädigungen, um sich so die Unterstützung dieser Personen zu sichern. Da derartige Vereinbarungen für die betreffenden Organe zu einem Interessenkonflikt führen können, müssen sie offengelegt werden.

1610 Empfehlung XI der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.9.1); von der Crone (2000b), S. 165; Bernet (1998), S. 152; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 187.

1611 Vgl. dazu Ziff. III.K.7.3.

1612 Vgl. dazu Ziff. III.F.3.2.

1613 Von der Crone (2000b), S. 165.

Bei allen Vereinbarungen, die offengelegt werden müssen, sind im Angebotsprospekt die kommerziell wesentlichen Punkte darzustellen, wobei allerdings Zahlungen bzw. andere geldwerte Leistungen des Anbieters an Aktionäre und Organe der Zielgesellschaft im Detail dargestellt werden müssen[1614].

3.6.3 Bestätigung betreffend zusätzliche Informationen über die Zielgesellschaft

Gemäss Art. 23 Abs. 2 UEV muss der Anbieter im Angebotsprospekt bestätigen, dass weder er selbst noch Personen, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln, von der Zielgesellschaft nicht öffentliche Informationen erhalten haben, die für die Entscheidung der Aktionäre über das Angebot relevant sein könnten[1615]. Hat der Anbieter im Vorfeld einer Übernahme eine Due Diligence durchgeführt, bei der er neue Tatsachen entdeckt hat, die der Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber einen wesentlichen Einfluss auf den Entscheid der Aktionäre haben könnten, so müssen diese Tatsachen daher im Rahmen des Übernahmeprospektes oder in einer separaten Mitteilung der Zielgesellschaft dem Publikum offengelegt werden[1616], damit der Anbieter im Angebotsprospekt eine entsprechende Bestätigung abgeben kann[1617]. Die gleiche Offenlegungspflicht entsteht auch, wenn ein Vertreter des Anbieters Mitglied des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist und dadurch Einblick in die Quartalsergebnisse des Unternehmens hat oder wenn der Anbieter in anderer Weise wesentliche Informationen über die Zielgesellschaft erhält, die dem Publikum nicht bekannt sind[1618].

Steht die Zielgesellschaft im Zeitpunkt des Angebotes kurz vor der Veröffentlichung eines Halbjahres- oder Jahresabschlusses oder liegt ein interner Quartalsabschluss vor, so geht die Übernahmekommission davon aus, dass die Zielgesellschaft relevante, nicht öffentlich bekannte Informationen hat[1619]. Dieses Wissen wird dem Anbieter nicht nur zugerechnet, wenn er die betreffenden Informationen in einer Due Diligence erhalten hat, sondern auch wenn der Anbieter der Gesellschaft nahesteht, weil er z.B. einen Vertreter im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat[1620] oder wenn Anbieter und Zielgesellschaft

---

1614 Zur Formulierung der betreffenden Klauseln Tschäni/Iffland (2002), S. 192 f.

1615 Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star (E.4.1); Tschäni (2003a), S. 346; von der Crone (2000b), S. 165; Tschäni/Iffland (2002), S. 193 f. mit einem Beispiel einer entsprechenden Klausel. Zur Problematik dieser Bestätigung Böckli (1998b), S. 245.

1616 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 178. Häufig werden die betreffenden Tatsachen in derartigen Fällen aber direkt von der Zielgesellschaft selbst veröffentlicht, sodass eine Veröffentlichung im Angebotsprospekt nicht mehr notwendig ist.

1617 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star (E.4.1); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 8 zu Art. 24 BEHG; von der Crone (2000b), S. 165 f.; kritisch dazu Meier-Schatz (1998), S. 55 sowie auch Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 210.

1618 Tschäni (2003a), S. 346.

1619 Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas (E.4.3); Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star (E.4.1).

1620 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 179.

eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen haben[1621]. Dies führt dazu, dass der entsprechende Jahres- bzw. Zwischenabschluss noch vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes von der Zielgesellschaft publiziert werden muss, damit der Anbieter im Prospekt bestätigen kann, dass er keine nicht öffentlich bekannten Informationen besitzt.

3.7 Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten

Bei einem Tauschangebot müssen gemäss Art. 24 UEV zusätzliche Angaben über die zum Tausch angebotenen Effekten gemacht werden. Damit sollen den Aktionären der Zielgesellschaft die Informationen vermittelt werden, die notwendig sind, um die Wertpapiere, die ihnen zum Tausch angeboten werden, zu beurteilen bzw. sich ein Bild über deren Wert zu machen:

3.7.1 Beschreibung der Rechte der zum Tausch angebotenen Titel sowie Angaben über die Emittentin

Damit sich die Aktionäre der Zielgesellschaft ein Bild über die angebotenen Titel machen können, muss der Angebotsprospekt gemäss Art. 24 UEV die Vermögens- und Mitgliedschaftsrechte beschreiben, die mit den zum Tausch angebotenen Titeln verbunden sind[1622] und auch die Übertragungsbeschränkungen darstellen, denen diese unterliegen. Neben den Rechten, die sich aus den Statuten sowie dem anwendbaren Gesellschaftsrecht ergeben, müssen bei Effekten, die an einer Börse kotiert sind, gemäss Art. 24 Abs. 2 UEV auch gewisse börsenrechtliche Rahmenbedingungen dargestellt werden, welche für den Erwerber der betreffenden Effekten wesentlich sind. In diesem Sinne sind insbesondere allfällige Absichten des Anbieters zur Dekotierung der betreffenden Aktien und die Grundzüge des Dekotierungsverfahrens, die Schwellenwerte zur Offenlegung von Beteiligungen, die bedeutenden Aktionärinnen und Aktionäre der betreffenden Gesellschaft und die Schwellenwerte, die eine Angebotspflicht für die betreffenden Titel auslösen können, anzugeben.

Um den Aktionären der Zielgesellschaft den Zugang zu den Finanzdaten der Gesellschaft zu gewähren, deren Effekten zum Tausch angeboten werden, muss der Angebotsprospekt auch angeben, wo die drei letzten Jahresberichte und auch der letzte Zwischenbericht der Gesellschaft, deren Titel zum Umtausch angeboten werden, bezogen werden können[1623]. Der Angebotsprospekt

---

1621 Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Oktober 2000 i.S. Bucherer (E.4.1).

1622 Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2008 i.S. MicroValue (E.4.1); Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2005 i.S. Gornergrat (E.7.1): Werden Aktien zum Tausch angeboten, so müssen Mitwirkungs- und Vermögensrechte beschrieben werden, während bei Obligationen der Rückzahlungstermin und die Zinszahlung dargestellt werden. Bei Derivaten muss dagegen detailliert aufgezeigt werden, von welchen Faktoren die unter diesen Derivaten fälligen Zahlungen abhängen bzw. welche anderen Rechte mit diesen Derivaten verbunden sind. Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.4.6) betreffend Rechtsstellung von PS-Inhabern.

1623 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.4.2); Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.4.8.2).

muss gemäss Art. 24 Abs. 4 UEV auch die seit dem letzten Bilanzstichtag eingetretenen wesentlichen Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten der Gesellschaft, deren Titel zum Tausch angeboten werden, offenlegen bzw. eine Bestätigung enthalten, dass keine derartigen Änderungen eingetreten sind[1624]. Neben dieser vergangenheitsbezogenen Darstellung, muss der Angebotsprospekt gemäss Art. 24 Abs. 5 UEV Angaben zu den erwarteten Auswirkungen eines erfolgreichen Angebotes auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft enthalten, deren Effekten zum Tausch angeboten werden[1625]. In diesem Sinne muss der Angebotsprospekt insbesondere darstellen, in wieweit die Ausgabe der zum Tausch angebotenen Effekten zu einer Verwässerung des Aktienkapitals führt[1626] bzw. die Erhöhung des Fremdkapitals darstellen, zu der es kommt, wenn des neben dem Tausch noch zusätzliche Barzahlungen gemacht werden[1627]

3.7.2 Angaben über den Wert der zum Tausch angebotenen Titel

3.7.2.1 Marktdaten oder Bewertung

Damit sich die Aktionäre über den Wert der zum Tausch angebotenen Titel informieren können, muss im Angebotsprospekt gemäss Art. 24 Abs. 2 lit. f. UEV die Kursentwicklung dieser Titel während der letzten drei Jahre dargestellt werden[1628]. Sofern die zum Tausch angebotenen Wertpapiere nicht an einer Schweizer Börse kotiert sind oder ihr Handel illiquid ist[1629], muss die Prüfstelle diese Wertpapiere gemäss Art. 24 Abs. 6 UEV bzw. Art. 44 BEHV-

---

1624 Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.5.1.f.).Iim konkreten Fall musste die Anbieterin darstellen, welche finanziellen Auswirkungen der Verkauf eines Geschäftsbereiches hatte, da sie diesen Geschäftsbereich nach dem letzten Bilanzstichtag verkauft hatte; Amrein (2005), S. 65.

1625 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 94. Diese Bestimmung wurde per 1.1.2009 neu in die UEV aufgenommen; bis zu diesem Zeitpunkt mussten diese für die Beurteilung des Angebotes wesentlichen Angaben nicht gemacht werden; vgl. Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.5.4).

1626 Werden in einem Tauschangebot z.B. Aktien der Übernehmerin ausgegeben, so führt die Ausgabe selbst zu einer Verwässerung der bisher ausgegebenen Aktien, was dazu führt, dass die bisher erzielten Kurse der betreffenden Aktien für die Beurteilung des Angebotes allenfalls nur noch beschränkt relevant sind; vgl. zur Prüfung dieses Punktes durch die Prüfstelle Wyss/Wunderle (2009), S. 136.

1627 Dieser Fall trat z.B. beim Angebot der Hexagon für Leica ein, der in der Empfehlung der UEK vom 24. Ausgust 2005, i.S. Leica geschildert wird. Bei dieser Transaktion setzte sich das Angebot aus einer Barkomponente und Aktien der Anbieterin zusammen, so dass das Angebot nicht nur zu einer Verwässerung der Aktien der Hexagon, sondern auch zu einer Erhöhung des Fremdkapitalanteils dieser Gesellschaft führte.

1628 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.8.2.3); Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2005 i.S. Gornergrat (E.7.1).

1629 Der Handel gilt dann als illiquid, wenn die betreffenden Titel nicht mindestens an 30 der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes gehandelt worden sind, wobei sich die UEK allerdings vorbehält, die Bestimmungen über illiquide Titel auch dann anzuwenden, wenn dieses formale Kriterium erfüllt wird, aber nur sehr wenige Titel gehandelt werden; Mitteilung Nr. II der UEK vom 3. September 2007.

FINMA bewerten, wobei die Bewertung einschliesslich ihrer Grundlagen im Angebotsprospekt offengelegt werden muss[1630].

Werden bei einem Tauschangebot Aktien einer im Ausland kotierten Gesellschaft angeboten, so ist das Erfordernis der Börsenkotierung gemäss Art. 24 Abs. 7 UEV erfüllt, falls die lokalen Kotierungsvorschriften Informationspflichten vorsehen, die den Informationspflichten der an einer Schweizer Börse kotierten Gesellschaften mindestens gleichwertig sind[1631].

3.7.2.2 Ausnahmen von der Bewertungspflicht

3.7.2.2.1 Die Gewährung von Ausnahmen aus wichtigen Gründen

Muss bei einem Tauschangebot aufgrund der vorne dargestellten Regeln eine Bewertung vorgenommen werden, so kann die Übernahmekommission gemäss Art. 45 BEHV-FINMA aus wichtigen Gründen eine Ausnahme von dieser Pflicht gewähren. Eine derartige Ausnahme wird von der Übernahmekommission allerdings nur dann gewährt, wenn die zum Tausch angebotenen Wertpapiere die gleichen Mitwirkungs- und Vermögensrechte aufweisen wie die Aktien der Zielgesellschaft und auch in wirtschaftlicher Hinsicht die genau gleiche unternehmerische Substanz verkörpern. Diese Bedingung kann praktisch nur dann erfüllt werden, wenn der Umtausch dazu dient, eine Gesellschaft umzustrukturieren, und sich der neue Gesellschaftstyp in Bezug auf die Rechte der Aktionäre nicht grundsätzlich von der bisherigen Gesellschaft unterscheidet, sodass sich weder die Rechtsposition des Aktionärs noch die Vermögenslage der Gesellschaft in wesentlichen Punkten ändert[1632]. Dementsprechend werden bei Umstrukturierungen in andere Gesellschaftsformen, bei denen die Aktionäre weniger Rechte haben als in der Zielgesellschaft, oder bei einer Übernahme durch einen Dritten keine Ausnahmen gewährt[1633].

3.7.2.2.2 Ausnahmen bei Umstrukturierungen

Soll eine kotierte Gesellschaft von einer Stammhausstruktur in eine Holdingstruktur umgewandelt werden, so kann diese Transaktion durch einen Aktientausch realisiert werden: Die betreffende Gesellschaft gründet eine Tochtergesellschaft, die neue Aktien ausgibt und diese in einem

---

1630 Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. September 2006 i.S. Acorn; Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Tauschangebot (E.1.2.3); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.6.1); Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (E.7.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Mai 2001 i.S. Messe Zürich (E.2). Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.2.3; zum Detaillierungsgrad der Bewertung E.2.4); von der Crone (2000b), S. 172.

1631 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. März 1998 i.S. Porst (E.1); vgl. zu den „anerkannten" ausländischen Hauptbörsen Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 175; entscheidend ist die Veröffentlichung von Jahresberichten und Zwischenberichten nach einem anerkannten Buchhaltungsstandard sowie die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 90.

1632 Dazu nachfolgend III.F.3.7.2.2.2.

1633 Empfehlung der UEK vom 19. Januar 2006 i.S. Atel (E3).

Umtauschangebot den Aktionären der Muttergesellschaft anbietet und so selbst zur neuen Holding wird[1634]. Hat die betreffende Tochtergesellschaft ihren Sitz im Ausland, kann diese Transaktion auch mit einem Wechsel des Domizils und der Hauptkotierung verbunden werden[1635]. In ähnlicher Weise ist es auch möglich, eine kotierte Beteiligungsgesellschaft in einen Fonds umzuwandeln; in diesem Fall werden den Aktionären Fondsanteile eines neugegründeten Fonds angeboten, der die gleichen Anlagen hält wie die Beteiligungsgesellschaft[1636]. Alle diese Umstrukturierungen werden letztlich aus rein steuerlichen Gründen in Form von Tauschangeboten realisiert, da die anderen zur Verfügung stehenden Methoden zur Umstrukturierung, wie z.B. die Holdingbildung, durch Einbringung des operativen Geschäftes in eine Tochtergesellschaft, die Sitzverlegung oder die Liquidation einer Beteiligungsgesellschaft mit Ausgabe von Fondsanteilen, alle relativ hohe Steuern auslösen[1637]. Charakteristisch für derartige Umstrukturierungen durch Tauschangebote ist, dass zwar ein öffentliches Übernahmeangebot durchgeführt wird, das Aktionariat bzw. die Beherrschung sich aber nicht ändern und die im Tausch angebotenen Titel wirtschaftlich identisch sind mit den Aktien, welche die Aktionäre der Zielgesellschaft vor der Durchführung der Transaktion hielten.

Die Übernahmekommission trägt den speziellen Gegebenheiten bei Umstrukturierungen Rechnung und dispensiert den Anbieter in der Praxis von einer Bewertung, auch wenn die im Umtausch angebotenen Aktien vor dem Angebot nicht kotiert waren und deshalb keine historischen Kurse zur Verfügung stehen[1638]. Diese Praxis ist m.E. sachlich gerechtfertigt, da sich der Wert der neuen Titel bei Umstrukturierungen allein durch den Wert der alten Titel definiert und deshalb das Schutzbedürfnis der Aktionäre der Zielgesellschaft wesentlich geringer ist als bei einem Tauschangebot einer Drittpartei. In diesen Fällen muss aber die geplante Umstrukturierungstransaktion im Angebotsprospekt im Detail dargelegt werden, damit den Aktionären der Zielgesell-

---

1634 In dieser Weise wurde beispielsweise die SwissLife/Rentenanstalt 2002 in eine Holdingstruktur überführt: vgl. Empfehlung der UEK vom 17. September 2002 i.S. Rentenanstalt.

1635 Eine derartige Transaktion machte 2006 Isotis: Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Isotis.

1636 Diese Art der Umstrukturierung erfolgte 2004 bei der ZKB Pharma Vision: vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision et.al. Empfehlung der UEK vom 31. August 2006 i.S. Acorn; Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. MicroValue.

1637 Nachteil der Umstrukturierung durch ein Umtauschangebot ist allerdings, dass der Umtausch für die Aktionäre freiwillig ist und deshalb die Gefahr besteht, dass nicht sämtliche Aktien erfasst werden, wenn nicht alle Aktionäre das Umtauschangebot annehmen. So wurde das Umtauschangebot, mit dem die SwissLife Gruppe eine Holding bildete, nicht von allen Aktionären angenommen, sodass noch während mehrerer Jahre eine Minderheit von etwas über 10% direkt Aktien am Stammhaus hielt. Erfolgt die Holdingbildung dagegen durch Einbringung des operativen Geschäfts in eine Tochtergesellschaft, so hängt die Umsetzung der Transaktion nicht von den individuellen Entscheiden der Aktionäre ab, sondern wird durch Beschluss der Generalversammlung für alle Aktionäre durchgeführt.

1638 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 2003 i.S. Gétaz Romang; vgl. Empfehlung der UEK i.S. Zurich Allied vom 12. Juni 1998 (E.6); Empfehlung der UEK vom 17. September 2002 i.S. Rentenanstalt (E.4); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 189; vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision et.al. (E.3). Margiotta/Chabloz (2005), S. 200 f.; von der Crone (2000b), S. 172.

schaft klar ist, welche Vor- oder Nachteile die geplante Umstrukturierung bzw. der Umtausch der Aktien für sie haben wird[1639].

Bei der Umwandlung von Beteiligungsgesellschaften in Anlagefonds wird die Erleichterung nur gewährt, wenn das Portfolio von Beteiligungsgesellschaften und Fonds tatsächlich völlig identisch ist, sodass der Aktionär keine Veränderungen in seiner Vermögenslage erfährt[1640]. Bei den Umwandlungen von Beteiligungsgesellschaften in Anlagefonds berücksichtigt die Übernahmekommission allerdings nicht, dass die Aktionäre, welche Aktien in Anteile eines Anlagefonds tauschen, ihre aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte verlieren. Dies ist m.E. in der speziellen Situation von Beteiligungsgesellschaften allerdings gerechtfertigt, da die Aktionäre der Beteiligungsgesellschaft mit dem Umtausch in Fondsanteile im Gegenzug zum Verlust der aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte das Recht erhalten, ihre Anteilsscheine dem Anlagefonds jederzeit zum Net Asset Value zurückzugeben und der NAV bzw. die Möglichkeit, diesen zu realisieren, bei Beteiligungsgesellschaften stark im Vordergrund steht[1641].

3.7.2.2.3 Keine Ausnahmen bei Kontrollübernahme durch Dritte

Bei einer Übernahme durch einen Dritten kann es auch zu einer Situation kommen, bei der der Wert der zum Tausch angebotenen Aktien vollständig vom Wert der Aktien der Zielgesellschaft abhängt. Bildet ein Erwerber zur Übernahme einer kotierten Gesellschaft beispielsweise eine Akquisitionsholding, die zunächst mit Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung einen Teil der Aktien der Zielgesellschaft kauft und nachher ein Umtauschangebot in eigene Aktien macht, so hängt der Wert der zum Tausch angebotenen Aktien allein vom Wert der Aktien der Zielgesellschaft ab. Dennoch ist in diesen Fällen keine Ausnahme von der Bewertungspflicht möglich, da bei der Bewertung die neuen Beherrschungsverhältnisse berücksichtigt werden müssen[1642].

3.7.3 Kotierungsprospekt für die zum Tausch angebotenen Titel

Werden bei einem Tauschangebot Effekten ausgegeben, die neu an der SWX kotiert werden, so muss neben dem Angebotsprospekt ein Kotierungsprospekt erstellt werden, der den Erfordernissen des Kotierungsreglementes entspricht[1643]. Die Bestimmungen des Kotierungsreglementes über den Mindestinhalt von Kotierungsprospekten gehen dabei erheblich über die Anforderungen

---

1639 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Tauschangebot (E.1.2.4).

1640 Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. MicroValue (E.3.4). Empfehlung der UEK vom 31. August 2006 i.S. Acorn (E.2.2.5). Diese Bedingung war beim Übernahmeangebot betr. Acorn nicht gegeben, da dort der angebotene Fonds das Portefeuille der Acorn nicht zu 100% abbildete und auch kein klarer Überführungsprozess der Aktiven definiert worden war – eine Bedingung, die im Fall MicroValue dagegen erfüllt wurde.

1641 Vgl. Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. MicroValue (E.3).

1642 Empfehlung der UEK vom 19. Januar 2006 i.S. Atel (E.3).

1643 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 176. Gemäss Art. 32 ff. des Kotierungsreglementes der SWX muss ein vollumfänglicher Prospekt erstellt werden, da die Ausnahmebestimmungen für einen reduzierten Prospekt bei einem Tauschangebot schon deshalb nicht zur Anwendung kommen, weil die bisherigen Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft bei einer derartigen Transaktion kein Bezugsrecht für die neuen Aktien haben (vgl. Art. 38 KR).

hinaus, die Art. 24 UEV an den Angebotsprospekt stellt, und ermöglichen den Aktionären der Zielgesellschaft eine wesentlich genauere Beurteilung der zum Tausch angebotenen Titel.

Da der Kotierungsprospekt, der im Zusammenhang mit der Ausgabe und Kotierung der zum Tausch angebotenen Effekten erstellt wird, Informationen enthält, die für die Aktionäre der Zielgesellschaft von wesentlicher Bedeutung sind, gilt er materiell als Teil des Übernahmeangebotsprospektes. Dementsprechend muss im Angebotsprospekt nicht nur auf den Kotierungsprospekt verwiesen, sondern auch angegeben werden, wo der Kotierungsprospekt bezogen werden kann[1644]. Ein derartiger Kotierungsprospekt muss allerdings nicht von der Prüfstelle überprüft werden, solange er nicht formell in den Angebotsprospekt integriert wird.

4. Prüfung des Angebotsprospekts

4.1 Prüfung des Angebotsprospektes durch die Prüfstelle

Vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes muss der Anbieter eine Prüfstelle bezeichnen, die gemäss Art. 27 UEV zu prüfen hat, ob der Angebotsprospekt den anwendbaren Gesetzesbestimmungen entspricht[1645]. Die Prüfstelle erstellt über die Ergebnisse ihrer Prüfung einen kurzen Bericht, der gemäss Art. 27 Abs. 2 UEV im Angebotsprospekt zu veröffentlichen ist[1646].

4.2 Prüfung des Angebotsprospektes durch die Übernahmekommission

Die Übernahmeverordnung verpflichtet den Anbieter nicht dazu, den Angebotsprospekt der Übernahmekommission zur Vorprüfung vorzulegen. Gemäss Art. 17 Abs. 3 UEV genügt es, den definitiven Angebotsprospekt der Übernahmekommission am Tag seiner Veröffentlichung einzureichen, da die Gesetzeskonformität des Angebotsprospektes vorgängig von der Prüfstelle geprüft wird[1647]. Gemäss Art. 59 UEV kann der Anbieter der Übernahmekommission aber auch vor der Publikation den Entwurf einer Voranmeldung oder eines Angebotsprospektes zur Prüfung unterbreiten. Unabhängig davon, ob es sich um ein freundliches oder ein unfreundliches Angebot handelt, eröffnet die Übernahmekommission in diesem Fall ein Verfahren und lädt die Gesellschaft zur Stellungnahme ein[1648]. Damit wurde mit der Einführung der UEV per 1.1.2009 die frühere Praxis der Übernahmekommission, die Angebotsprospekte nur dann vor ihrer Publikation zu prüfen, wenn es sich um ein "freundliches" Angebot handelt, d.h. wenn nicht nur der Prospekt, sondern auch die

---

1644 Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.4.2).

1645 Zur Prüfstelle und zu dieser Prüfung im Einzelnen Ziff. III.C.3.4.

1646 Tschäni/Iffland (2002), S. 197 ff. mit dem heute normalerweise verwendeten Standardtext.

1647 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 9 zu Art. 24 BEHG; vgl. Empfehlung der UEK vom 29. August 2006 i.S. Agie.

1648 Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.1).

Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gleichzeitig eingereicht wurden, aufgehoben[1649]. Die Abkehr von der früheren Praxis ist m.E. folgerichtig, da es auch bei "freundlichen" Angeboten ohne weiteres möglich ist, die Zielgesellschaft das rechtliche Gehör zu gewähren, indem sie vor dem Erlass der Verfügung angehört wird[1650]. Der Anbieter verliert bei diesem Vorgehen das Überraschungsmoment, da das Angebot dann im Rahmen des Verfahrens sofort der Zielgesellschaft vorgelegt wird und diese dementsprechend auch Gegenmassnahmen einleiten kann[1651].

Will der Anbieter seinen Angebotsprospekt von der Übernahmekommission vorgängig prüfen lassen, empfiehlt es sich, der Übernahmekommission den Angebotsprospekt mindestens zwei Wochen vor der Veröffentlichung zur Prüfung vorzulegen. Die Prüfung des Angebotsprospektes durch die Übernahmekommission vor der Veröffentlichung hat den Vorteil, dass Nachbesserungen des bereits publizierten Angebotsprospektes und die mit der nochmaligen Publikation verbundenen Verzögerungen des Angebotes vermieden werden können[1652]. Aufgrund der vorne in Ziff. III.C.2.1.2 dargestellten Einsprachemöglichkeit[1653], welche die Aktionäre der Zielgesellschaft gemäss Art. 58 Abs. 1 UEV haben, führt die Vorprüfung allerdings nicht zu absoluter Rechtssicherheit, da die Übernahmekommission ihre Verfügung zum Angebotsprospekt ändern kann[1654], wenn durch die Einsprache neue Gesichtspunkte auftreten, welche eine derartige Änderung notwendig machen[1655].

5. Veröffentlichung des Angebotsprospektes

5.1 Sprache

Der Angebotsprospekt muss gemäss Art. 18 UEV in Deutsch und Französisch publiziert werden[1656]. In der Praxis hat sich eingebürgert, dass der Angebotsprospekt auch in Englisch veröffentlicht wird, weshalb heute praktisch alle

---

1649 Die UEK erwähnte diese Änderung der Rechtslage und die Aufhebung der bisherigen Praxis ausdrücklich in Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.1); zur früheren Praxis vgl. Von der Crone (2000b), S. 164. Tschäni/Iffland/Diem (2007), BSK, N. 9 zu Art. 24 BEHG; Tschäni (2003a), S. 345.

1650 Die UEK hatte im Rahmen bis 31.12.2008 geltenden UEV-UEK die Vorprüfung bei "feindlichen" Angeboten abgelehnt, weil sie der Ansicht war, dass im Rahmen "feindlicher" Angebote das rechtliche Gehör der Zielgesellschaft nicht richtig wahren konnte: Vgl. zu dieser Praxis Empfehlung der UEK vom 7. August 2000 i.S. Intersport; Empfehlung der UEK vom 13. November 2000 i.S. Axantis (E.1).

1651 Der Anbieter muss daher bei der Prüfung "feindlicher" Angebote Überraschungsmoment gegen Rechtssicherheit abwägen.

1652 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star (E.1).

1653 Beispiel einer derartigen Einsprache vgl. Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne (insbesondere E.1 zur Zulässigkeit einer Einsprache).

1654 Für ein Beispiel einer derartigen Änderung vgl. Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne.

1655 Vgl. zu diesem Ablauf Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.1).

1656 Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.1.7.4).Tschäni/Iffland (2002), S. 196; Bernet (1998), S. 154; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 85.

Angebotsprospekte dreisprachig publiziert werden. Da gemäss Gesetzestext der französische und der deutsche Text gleichwertig sind, kann der Anbieter im Angebotsprospekt nicht festhalten, dass eine dieser Sprachversionen oder sogar eine englische Fassung des Prospektes vor den anderen Fassungen Vorrang hat, sofern die Texte inhaltlich voneinander abweichen. Der Anbieter muss dementsprechend bei der Übersetzung sicherstellen, dass die beiden massgebenden Fassungen des Angebotsprospektes völlig inhaltsgleich sind[1657]. Sollten die verschiedenen Prospektversionen dennoch inhaltliche Differenzen aufweisen, so gilt die für den Aktionär der Zielgesellschaft günstigere Fassung, sofern sich bei der Auslegung nicht zeigt, dass eine der Fassungen wegen textlicher Widersprüche geradezu widersinnig wäre[1658].

5.2 Publikationsmedien

Der Angebotsprospekt muss mindestens in zwei Zeitungen jeweils im französischen und im deutschen Sprachraum veröffentlicht werden sowie zwei bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten[1659], zugestellt werden[1660]. Die Zustellung an die elektronischen Medien muss nach Börsenschluss und mindestens 90 Minuten vor Börseneröffnung erfolgen[1661], damit die Marktteilnehmer diese Informationen vor Handelsbeginn verarbeiten und bei der Kursbildung berücksichtigen können. Die Publikation in den Zeitungen kann sich gemäss Art. 18 Abs. 2 UEV auf die wesentlichen Punkte des Angebotes beschränken[1662]. Sofern nicht der gesamte Emissionsprospekt publiziert wird, muss in der Publikation aber darauf hingewiesen werden, wo Interessenten den vollständigen Angebotsprospekt kostenlos beziehen können und auf welcher Internetseite dieser veröffentlicht worden ist[1663].

Der Anbieter kann den Angebotsprospekt auch noch in weiteren Zeitungen publizieren. In diesem Fall müssen allerdings auch alle Angebotsänderungen, der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft sowie Zwischen- und Endergebnisse in denselben Zeitungen publiziert werden[1664].

1657 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.5.2); Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 10 zu Art. 24 BEHG.

1658 Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E.8); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.5.2); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.4); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 85.

1659 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 87; Reuters, Bloomberg etc.

1660 Während die Veröffentlichung in den betreffenden Zeitungen erfolgen muss, genügt bei den elektronischen Medien die Zustellung an das betreffende Medium. Dem Anbieter kann kein Vorwurf gemacht werden, wenn sich dieses Medium entscheidet, die betreffende Meldung nicht oder nur auszugsweise zu veröffentlichen – eine Entscheidung, zu der es vor allem bei kleinen Transaktionen kommen kann; vgl. Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E2.3).

1661 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 93.

1662 Thévenoz (2009), S. 36.

1663 Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.3); Tschäni (2003a), S. 245.

1664 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 76.

6. Angebotsänderungen und Nachführungspflicht des Anbieters

6.1 Nachträgliche Änderungen des Angebotes

Da die Änderung eines Angebotes die gleiche materielle Bedeutung hat wie das Angebot selbst, muss über die Änderung ein neuer bzw. ergänzender Angebotsprospekt erstellt werden, der genau wie der ursprüngliche Angebotsprospekt von der Prüfstelle geprüft[1665] und in der gleichen Weise wie der ursprüngliche Angebotsprospekt veröffentlicht werden muss[1666]. Die Prüfstelle hat bei einer derartigen Änderung des Angebotes insbesondere zu prüfen, ob sich die betreffende Änderung tatsächlich im Sinne der vorne dargestellten Gesamtbetrachtung für die Aktionäre der Zielgesellschaft positiv auswirkt[1667]. Die entsprechende Ergänzung des Angebotsprospektes muss aber auch von der Übernahmekommission geprüft werden, die das Prüfungsergebnis in einer Verfügung festhält[1668].

6.2 Nachführungspflicht

Stellt der Anbieter nachträglich fest, dass Angaben, die er im Angebotsprospekt gemacht hat, unrichtig waren, oder ändern sich die massgebenden Tatsachen nachträglich, so muss er die entsprechenden Informationen im Rahmen einer Ergänzung des Angebotsprospektes veröffentlichen. Das Gleiche gilt gemäss Art. 17 Abs. 2 UEV auch, wenn der Anbieter nach Publikation des Angebotsprospektes Kenntnis von neuen Informationen erhält, die für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft von wesentlicher Bedeutung sind und die zum notwendigen Prospektinhalt gehören[1669]. Die entsprechende Ergänzung des Angebotsprospektes ist in der gleichen Form zu publizieren wie der Angebotsprospekt selbst. Im Sinne der oben dargestellten Grundsätze muss der Anbieter z.B. eine derartige Publikation machen, wenn er nach Veröffentlichung des Angebotes eine Vereinbarung mit Verwaltungsrats- bzw. Geschäftsleitungsmitgliedern der Zielgesellschaft trifft oder wenn sich bei einer Gesellschaft, deren Effekten zum Tausch angeboten werden, wesentliche Veränderungen ergeben, die den Wert der zum Tausch angebotenen Titel beeinflussen können.

7. Weitere Mitteilungen des Anbieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft nach der Publikation des Angebotes

Um die Aktionäre der Zielgesellschaft zur Annahme des Angebotes zu bewegen, haben Anbieter häufig das Bedürfnis, sich nach Veröffentlichung des An-

---

1665 Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E3); Wyss/Wunderle (2009), S. 136; zur Prüfung durch die Prüfstelle im Allgemeinen Ziff. III.C.3.4.

1666 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.2.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E1.1).

1667 Dazu Ziff. III.D.7.2.

1668 Art. 17 Abs. 3 UEV; vgl. z.B. Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel.

1669 Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2005 i.S. Scintilla (E.6.1.3); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.4.2).

gebotsprospektes gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft zu äussern und in Medienkonferenzen, Inseraten oder „Aktionärsbriefen“ die Vorzüge ihres Angebotes darzustellen[1670]. Das Börsengesetz verbietet dem Anbieter nicht, nach Veröffentlichung des Angebotes mit den Aktionären der Zielgesellschaft zu kommunizieren[1671], auferlegt ihm aber folgende Beschränkungen:

7.1 Wesentliche Informationen müssen in Form eines Nachtrags zum Angebotsprospekt publiziert werden

Wie vorne in Ziff. III.F.3 dargestellt, muss der Angebotsprospekt gemäss Art. 17 Abs. 1 UEV sämtliche Informationen enthalten, die für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft wesentlich sind. Zusätzliche Informationen des Anbieters, die für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft relevant sind und deshalb materiell Teil des Angebotsprospektes sein müssen, sind daher in der Form einer Ergänzung des Angebotsprospektes zu veröffentlichen. Sie müssen dementsprechend ausdrücklich als Ergänzung des Prospektes gekennzeichnet und in den gleichen Zeitungen und elektronischen Medien wie der Prospekt selbst veröffentlicht werden. Damit wird sichergestellt, dass die entsprechenden Informationen tatsächlich im Sinne der Gleichbehandlung an alle Aktionäre der Zielgesellschaft gelangen[1672]. Dies führt dazu, dass ein Anbieter in seinen informellen Verlautbarungen zur Abstützung seines Angebotes letztlich nur die bereits im Prospekt aufgeführten Informationen vertiefen und in Details ergänzen kann, neue Informationen aber grundsätzlich in Form einer Prospektergänzung veröffentlichen muss.

7.2 Lauterkeits- und Wahrheitsgebot

Die Mitteilungen, welche der Anbieter nach bzw. zusätzlich zur Veröffentlichung des Angebotsprospektes macht, unterliegen wie der Angebotsprospekt selber gemäss Art. 24 Abs. 1 BEHG dem Wahrheits- und Lauterkeitsgebot[1673]. Dementsprechend sind unwahre oder auch täuschende Mitteilungen unzulässig. Soweit der Anbieter Werturteile verbreitet, müssen diese in Anbetracht der erkennbaren Tatsachen vernünftig sein[1674]. Verletzt der Anbieter diese Grenzen, so kann die Übernahmekommission anordnen, dass der Anbieter eine entsprechende Korrektur in einer Ergänzung des Angebotsprospektes publiziert.

Unzulässig sind aber auch Mitteilungen des Anbieters, in denen dieser im Sinne eines Werbeschreibens nur die positiven Aspekte eines Angebotes erwähnt. Mit derartigen einseitigen Darstellungen würde der Zweck des Prospektes, sämtliche für die Entscheidung notwendigen positiven und negativen Angaben in einem Dokument festzuhalten, unterlaufen; letztlich besteht bei

---

1670 Vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 17. Januar 2007 i.S. Bank Linth erwähnten Beispiele.

1671 Vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 150; vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.1).

1672 Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.4.2).

1673 Empfehlung der UEK vom 17. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.1.3); Blaas/Barraud (2008), S. 341.

1674 Empfehlung der UEK vom 17. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.1.5); Blaas/Barraud (2008), S. 341.

derartigen einseitigen Mitteilungen die Gefahr, dass die rein positive Darstellung die Aktionäre der Zielgesellschaft davon abhält, den gesamten Angebotsprospekt zu lesen[1675]. Zulässig sind m.E. allerdings Mitteilungen und Inserate des Anbieters, in denen dieser auf sein Angebot, den Angebotspreis oder den Ablauf von Fristen aufmerksam macht und auf den Prospekt bzw. den Ort, wo dieser bezogen werden kann, hinweist. Derartige Hinweise sind weder einseitig, noch halten sie die Aktionäre der Zielgesellschaft davon ab, den Prospekt zu lesen.

[1675] Vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 150.

G. ABWICKLUNG DES ANGEBOTS, FRISTEN UND KRAFTLOSERKLÄRUNG

Die UEV gibt im Angebotsverfahren einen klaren Rhythmus vor, indem für die einzelnen rechtlich relevanten Schritte des Übernahmeprozesses detaillierte Fristen festgesetzt werden. Ziel dieser Regelung ist es, durch einen schnellen und vorhersehbaren Ablauf des Verfahrens für alle Beteiligten innert nützlicher Frist klare Verhältnisse zu schaffen[1676]. Das Verfahren darf aber auch nicht zu stark beschleunigt werden, da sonst der vom Gesetz angestrebte Wettbewerb zwischen verschiedenen Angeboten verunmöglicht wird. Daher muss das Übernahmeverfahren trotz aller Beschleunigung eine Dauer aufweisen, die es einem Drittanbieter ermöglicht, ein Konkurrenzangebot vorzubereiten und vor Ablauf der Angebotsfrist einzureichen[1677].

1. Karenz- und Annahmefrist

1.1 Karenzfrist

1.1.1 Dauer und Zweck der Karenzfrist

Die Aktionäre der Zielgesellschaft können ein öffentliches Übernahmeangebot gemäss Art. 14 Abs. 1 und 2 UEV frühestens nach Ablauf einer Karenzfrist von zehn Börsentagen nach seiner Veröffentlichung annehmen. Diese Karenzfrist dient der Übernahmekommission dazu, das publizierte Angebot zu überprüfen und gegebenenfalls einzuschreiten, falls dieses den gesetzlichen Erfordernissen nicht entspricht, sodass der Anbieter sein Angebot noch vor Beginn der Annahmefrist korrigieren kann[1678]. Die Karenzfrist soll der Zielgesellschaft aber auch ermöglichen, auf das Angebot zu reagieren und insbesondere den Bericht des Verwaltungsrates, der gemäss Art. 33 Abs. 2 UEV innert 15 Bör-

---

1676 M.E. dürfen die Probleme, die für Zielgesellschaften durch das Übernahmeverfahren entstehen, nicht überbetont werden. Ob es tatsächlich zu Problemen kommt, hängt in der Praxis sehr stark von der Tätigkeit des betroffenen Unternehmens und der Führungsstärke des Managements ab. Gut geführte Zielgesellschaften wie z.B. Leica Geosystems oder SIG wurden auch bei langen Übernahmeverfahren nicht geschädigt und konnten ihre Gewinne während dieser Zeit sogar steigern.

1677 Wie weiter hinten dargestellt, ist die Zeit für ein Konkurrenzangebot allerdings sehr knapp bemessen, wenn keine Voranmeldung gemacht wird, der Anbieter für sein Angebot die Minimalfrist von 20 Börsentagen gewählt hat und die Karenzfrist wegfällt, weil der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Angebotsprospekt veröffentlicht wird.

1678 Empfehlung der UEK vom 2. November 2006 i.S. SIG (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.8.3); Empfehlung der UEK vom 2. November 2006 i.S. SIG (E.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 118; Tschäni (2003a), S. 357.

sentagen nach Veröffentlichung des Angebotes publiziert werden muss, vorzubereiten[1679].

1.1.2 Verlängerung der Karenzfrist

Die Angebotsfrist kann nur beginnen, wenn der vom Anbieter publizierte Angebotsprospekt von der Übernahmekommission geprüft worden ist und ihren Verfügungen entspricht[1680]. Die Karenzfrist wird von der Übernahmekommission daher verlängert, wenn sie während dieser Frist noch nicht über das Angebot entschieden hat, weil sich im konkreten Verfahren komplexe Fragen stellen,mehrere Parteien am Verfahren teilnehmen oder ein qualifizierter Aktionär eine Einsprache[1681] im Sinne von Art. 58 UEV eingereicht hat[1682]. Zu einer Verlängerung der Karenzfrist kommt es aber auch, wenn die Übernahmekommission in ihrer Verfügung eine Änderung bzw. Ergänzung des Angebotsprospektes verlangt hat und diese Ergänzung bis zum Ablauf der Karenzfrist noch nicht publiziert worden ist[1683]. Reicht eine Partei bei der FINMA eine Beschwerde gegen eine Verfügung ein, in der die Übernahmekommission eine Änderung des Prospektes verlangt hat, so besteht bis zur Entscheidung der FINMA Unsicherheit über den Inhalt des Angebotes. In diesen Fällen verlängert die Übernahmekommission die Karenzfrist daher bis zum rechtskräftigen Entscheid über die betreffende Frage, da sonst der Inhalt des Angebotes während der Angebotsfrist unklar wäre[1684].

Muss die Karenzfrist, wie oben beschrieben, verlängert werden, weil die Übernahmekommission noch nicht über das Angebot entschieden hat oder eine Empfehlung der Übernahmekommission zum Inhalt des Angebotes abgelehnt worden ist, so wird auch die Frist für die Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebot verlängert, da dieser nur zum definitiven Angebot Stellung nehmen kann[1685].

1679 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 77 zu Art. 28 BEHG; vgl. Tschäni (2003a), S. 415 f., der diese Fristen als Problem für den aggressiven Käufer betrachtet, da sie die Einleitung von Konkurrenzangeboten sowie die Entwicklung von Gegenmassnahmen durch die Zielgesellschaft erlauben. M.E. sprechen diese Umstände aber gerade für diese Fristen, da Wettbewerb im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft liegt.

1680 Empfehlung der UEK vom 20. April 2007 i.S. Converium (E.4); Empfehlung der UEK vom 17. November 2006 i.S. SIG (E.1).

1681 Vgl. für eine Verlängerung der Karenzfrist aufgrund einer Einsprache: Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne (E.4), vorne Ziff. III.2.1.2.

1682 Empfehlung der UEK vom 20. April 2007 i.S. Converium (E.4); Empfehlung der UEK vom 25. Mai 2007 i.S. Converium (E.4). Vgl. Empfehlung der UEK vom 20. April 2007 i.S. Converium (E.1.2); im konkreten Fall kam es zu einer Verlängerung, da die UEK einen Entscheid der amerikanischen Gerichte über die Purchase Restrictions abwarten wollte. Insgesamt wurde die Karenzfrist in diesem Fall dreimal verlängert. Vgl. auch Empfehlung der UEK vom 17. November 2006 i.S. SIG (E.1).

1683 Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.7.3).

1684 Verfügung 403/04 der UEK vom 2. April 2009 i.S. Harwanne (E.1); Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1).

1685 Empfehlung der UEK vom 22. November 2006 i.S. SIG (E.1).

1.1.3 Verkürzung der Karenzfrist

Gemäss Art. 14 Abs. 2 UEV kann die Übernahmekommission die Karenzfrist nicht nur verlängern, sondern gegebenenfalls auch verkürzen. Eine derartige Verkürzung ist vor allem dann angezeigt, wenn ein Angebot nicht neu ist, sondern der Anbieter sein Angebot nur geändert hat. Da die Änderung eines Angebotes nur einzelne Parameter betrifft, genügt der Übernahmekommission im Allgemeinen eine kürzere Zeitspanne zur Prüfung oder Ergänzung des Angebotes. Bei Änderungen und Ergänzungen stellt sich auch das Problem der Einsprache von qualifizierten Aktionären im Sinne von Art. 58 Abs. 1 UEV nicht, da eine Einsprache nur gegen die erste zum Angebot erlassene Verfügung möglich ist; bei Änderungen werden die in Sinne von Art. 57 UEV angemeldeten qualifizierten Aktionäre der Zielgesellschaft direkt in das Verfahren einbezogen, indem ihnen das Recht gewährt wird, sich vor Erlass der Verfügung der Übernahmekommission zu äussern.

Im Gegensatz zu dem bis 31.12.2008 geltenden Recht, sieht Art. 14 UEV nicht mehr vor, dass die Karenzfrist automatisch wegfällt, wenn ein Anbieter bei einer freundlichen Übernahme sein Angebot vor der Veröffentlichung zusammen mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft der Übernahmekommission zu Prüfung vorlegt[1686]. Eine derartige Verkürzung der Karenzfrist bei der erstmaligen Publikation eines Angebotes ist letztlich allein schon wegen des per 1.1.2009 eingeführten Einspruchsrechtes qualifizierter Aktionäre der Zielgesellschaft gemäss Art. 58 UEV ausgeschlossen, da diese innerhalb von fünf Börsentagen nach Veröffentlichung der ersten zum Angebot erlassenen Verfügung der Übernahmekommission eine Einsprache einreichen können, die vor Beginn der Angebotsfrist behandelt werden muss[1687]. Der Umstand, dass die Karenzfrist bei der erstmaligen Publikation eines Angebotes nicht verkürzt wird, ist im Übrigen aber auch unter dem Gesichtspunkt eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle zu begrüssen; in den Fällen, in denen die Karenzfrist unter dem bis 31.12.2008 geltenden Recht wegfiel und der Anbieter gleichzeitig nur die minimale Angebotsfrist von 20 Börsentagen vorsah, blieb einem Konkurrenzanbieter kaum genügend Zeit, um sein Angebot vorzubereiten, zu finanzieren und zu veröffentlichen. Ausreichende Fristen, wie sie insbesondere durch die Ansetzung der Karenzfrist erreicht werden, sind eine der zentralen Voraussetzungen für das Funkti-

---

1686 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 91; Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK sah in diesen Fällen bis 31.12.2008 den automatischen Wegfall der Karenzfrist vor; vgl. z.B. die Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel; Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E.5); Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.6); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 172.

1687 Vgl. Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne; im Einzelnen dazu Ziff. III.C.2.1.2.

onieren des Bieterwettbewerbs im Rahmen des Marktes für Unternehmenskontrolle[1688].

1.2 Annahmefrist

Das Angebot muss gemäss Art. 14 Abs. 3 und 4 UEV mindestens 20 Börsentage und maximal 40 Börsentage offen bleiben[1689]. Die Maximalfrist dient dem Schutz der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre, da über Erfolg bzw. Misserfolg eines öffentlichen Angebotes nicht allzu lange Unsicherheit herrschen darf und auch die Einschränkungen gemäss Art. 29 BEHG nur während einer begrenzten Zeit gelten sollten[1690]. Die Mindestfrist soll dagegen der Zielgesellschaft ermöglichen, Alternativen zum Angebot zu entwickeln, und soll einem Konkurrenzanbieter auch erlauben, ein Angebot zu publizieren[1691]. Die Übernahmekommission kann allerdings auf Gesuch des Anbieters hin die Mindestfrist auf zehn Börsentage abkürzen, wenn der Anbieter bereits vor der Veröffentlichung des Angebotes die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft besitzt und der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Angebotsprospekt veröffentlicht wird[1692]. Diese Verkürzung der Angebotsfrist ist für die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht problematisch, da bei derartigen Angeboten naturgemäss keine Konkurrenzofferten gemacht werden, sodass auch eine längere Angebotsfrist nicht zu Wettbewerb führen würde.

Hat der Anbieter eine Angebotsfrist von weniger als 40 Börsentagen festgelegt, so kann er sich im Angebotsprospekt eine Verlängerung der Frist auf bis zu 40 Börsentage vorbehalten und dann durch die Publikation einer entsprechenden Ergänzung des Angebotsprospektes die Angebotsfrist einseitig verlängern[1693]. Eine derartige Verlängerung ist in der Praxis dann angezeigt, wenn sich die Zielgesellschaft oder wesentliche Aktionäre gegen das betreffende Angebot stellen und daher während der Angebotsfrist Verhandlungen notwendig werden. Die Verlängerung allein wird in derartigen Fällen allerdings nicht zum Erfolg des Angebotes führen; dieser tritt normalerweise erst bei einer substantiellen Aufbesserung des Angebotes ein.

1688 Borner (1997), S. 77.

1689 Vgl. zur entsprechenden Klausel Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 119.

1690 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 79 zu Art. 28 BEHG. Diese Maximalfrist kann bei Vorliegen wichtiger Gründe verlängert werden; die UEK hat beim Tauschangebot der Kuoni Holding PLC betreffend die Aktien der Kuoni Reisen Holding AG eine derartige Fristerstreckung gewährt, um die Fristen für dieses Angebot mit den Fristen des parallelen Angebotes zu synchronisieren, das die Kuoni Holding PLC unter englischem Recht für die First Choice LC machte; Empfehlung der UEK vom 17. Juni 1999 i.S. Kuoni; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 182.

1691 Wie vorne dargestellt, erscheint die Frist von 20 Tagen gerade zu diesem Zweck zu kurz, v.a. wenn im konkreten Fall noch die Karenzfrist wegfällt.

1692 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.8); Empfehlung der UEK vom 13. Februar 2004 i.S. Optic-Optical; Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E.6); Bernet (1998), S. 155.

1693 Tschäni (2003a), S. 357 f.; Bernet (1998), S. 156.

Ändert der Anbieter sein Angebot, so hat dies grundsätzlich keinen Einfluss auf die Länge der Angebotsfrist. Wird die Änderung jedoch weniger als zehn Börsentage vor Ablauf des Angebotes veröffentlicht, so muss die Angebotsfrist gemäss Art. 15 Abs. 4 UEV um weitere zehn Börsentage verlängert werden[1694]. Beide Fristen werden allerdings auf fünf Börsentage verkürzt, wenn der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur Änderung des Angebotes zusammen mit der Änderung veröffentlicht wird[1695].

2. Meldung von Transaktionen während der Laufzeit des Angebotes

2.1 Käufe und Verkäufe des Anbieters während der Laufzeit des Angebotes

Dem Anbieter ist es während der Laufzeit des Angebotes erlaubt, Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu kaufen[1696] und zu verkaufen, wobei er die Kurse allerdings nicht manipulieren darf[1697]. Dieser Grundsatz verbietet dem Anbieter in den meisten Fällen von vornherein, Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft während der Laufzeit des Angebotes zu verkaufen, da derartige Transaktionen der grundsätzlichen Kaufabsicht des Anbieters widersprechen und daher immer der Verdacht besteht, dass der Anbieter durch derartige Transaktionen nur versucht, den Börsenkurs zu senken, um so sein Angebot attraktiver zu machen[1698].

Kauft der Anbieter während der Laufzeit des Angebotes Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft ausserhalb des Angebotes, muss er die Best-Price-Regel[1699] beachten; wenn er bei derartigen Käufen einen höheren Preis als den Angebotspreis zahlt, so muss er gemäss Art. 10 UEV auch allen anderen Personen, die sein Angebot annehmen, diesen höheren Preis bezahlen.

1694 Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.3.3). Die Verlängerungsfrist beginnt gemäss der Praxis der UEK am letzten Tag der ursprünglichen Angebotsfrist; Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E.5.2).

1695 Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E.4.1).

1696 Tschäni (2004a), S. 188. Barkäufe sind grundsätzlich auch bei Tauschangeboten möglich; Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.7.3).

1697 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 22 zu Art. 24 BEHG; Tschäni (2003a), S. 350.

1698 Vgl. Meier-Schatz (1996), S. 123, der die Ansicht vertritt, dass Verkäufe grundsätzlich verboten werden sollten, da sie immer manipulierend wirken; m.E. wäre ein derartiges Verbot nicht gerechtfertigt, da es Situationen gibt, in denen der Verkauf durch einen Anbieter nicht als Manipulation betrachtet werden kann. So kann ein Anbieter, der durch ein Konkurrenzangebot überboten wurde, Aktien, die er bereits vorher erworben hat, dem Zweitanbieter verkaufen, wenn er sein eigenes Angebot nicht erhöhen will; ein derartiger Verkauf verfälscht die Preisbildung an der Börse nicht. (Zu einem derartigen Verkauf kam es z.B. in der Endphase der Konkurrenzangebote um die SIG: CVC/FERD verkauften ihre Aktien, als die Rank Group ein wesentlich höheres Angebot machte, das CVC/FERD nicht überbieten konnte.)

1699 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.4.3.

2.2 Meldepflicht

Um bezüglich der Transaktionen des Anbieters und der ihm nahestehenden Personen Transparenz zu schaffen[1700], sieht Art. 31 BEHG eine spezielle Meldepflicht für Transaktionen bezüglich der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft vor, die in Art. 38 ff. UEV präzisiert wird[1701]. Diese Vorschriften verpflichten den Anbieter sowie alle Personen, die in Absprache mit ihm handeln, alle Käufe und Verkäufe von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft offenzulegen[1702]. Bei Tauschangeboten gilt die gleiche Meldepflicht auch für die Titel der Gesellschaft, die zum Tausch angeboten werden[1703].

Die Meldung dieser Transaktionen erlaubt der Übernahmekommission zu beurteilen, ob die Best-Price-Regel eingehalten wird und ob die Börsenkurse der Zielgesellschaft bzw. die Kurse von Wertpapieren, die zum Tausch angeboten werden, im Hinblick auf das Übernahmeangebot manipuliert werden. Damit hat die Übernahmekommission die Möglichkeit, bei Verstössen gegen die Best-Price-Regel bzw. bei Manipulationsversuchen Massnahmen einzuleiten[1704].

Die spezielle Meldepflicht nach Art. 31 BEHG muss als Verschärfung der in Ziff. II dargestellten Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG betrachtet werden, welche während der Zeit des Übernahmeverfahrens für die mit dem Übernahmeverfahren verbundenen Personen gilt[1705]. Die Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG erfasst allerdings einen weiteren Kreis von Beteiligungspapieren, als die Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG. Die Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG bezieht sich auf alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft, während sich die Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG auf Beteiligungspapiere beschränkt, die Stimmen vermitteln, sowie auf meldepflichtige Derivate, die sich auf derartige Beteiligungspapiere beziehen[1706]. Dieser Unterschied ist darauf zurückzuführen, dass bei der Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG die Darstellung der stimmmässigen Beherrschung im Vordergrund steht, während für die spezielle Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG die Frage entscheidend ist, ob der Anbieter und mit ihm verbundene Personen für irgendein Beteiligungspapier der Zielgesellschaft in Verletzung der Best-Price-Regel einen zu hohen Preis

---

1700 Vgl. zu den gesetzgeberischen Zielen Botschaft BEHG S. 25 und 58; Empfehlung der UEK vom 5. Juni 2008 i.S. Growth Value Opportunities (E.1.2); Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 f. zu Art. 31 BEHG; Tschäni (2003a), S. 352; Senn (1998), S. 41.

1701 Botschaft Börsengesetz, S. 48; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 f. zu Art. 31 BEHG; Tschäni (2004a), S. 195; Kistler (2001), S. 127; Mettier (1999), S. 209 ff.

1702 Vgl. Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E.3.1.1); Gotschev (2005), S. 289; Epper (2008), S. 47 ff.

1703 Tschäni (2003a), S. 352; Bertschinger (1997a), S. 284; Mettier (1999), S. 210; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 132 zu Art. 20 BEHG.

1704 Reutter/Pellanda, BSK, N. 1 zu Art. 31 BEHG; Meier-Schatz (1996), S. 123.

1705 Von der Crone (1996), S. 47; Meyer-Schatz, Offenlegung, S. 123; Böckli (2004), S. 722.

1706 Partizipationsscheine unterstehen daher der Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG, nicht aber der Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG.

zahlen oder versuchen, durch Transaktionen in diesen Beteiligungspapieren Kurse zu manipulieren.

Während der Dauer des Übernahmeverfahrens, gilt gemäss Art. 19 BEHV-FINMA für den Anbieter sowie die anderen Personen, die der Meldepflicht im Sinne von Art. 31 BEHG unterstehen, ausschliesslich die Meldepflicht nach Art. 31 BEHG. Dementsprechend müssen diese Personen während dieser Zeitspanne nur die in Art. 38 ff. UEV vorgesehenen Meldungen machen. Sie müssen aber keine zusätzlichen Meldungen machen, wenn sie einen der für die Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwerte überschritten haben. Die alleinige Geltung der Meldepflicht gemäss Art. 38 ff. UEV ist sachlich richtig, da diese Meldung schneller erfolgen, als die Meldung gemäss Art. 20 BEHG und die Marktteilnehmer laufend durch die Publikation dieser Meldungen orientiert werden; die Meldung, dass einzelne für die Meldepflicht nach Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwerte überschritten werden, würde daher den Marktteilnehmern keine zusätzlichen Informationen geben.

Nach Abschluss des Übernahmeverfahrens, d.h. bei Ende der Nachfrist im Sinne von Art. 14 Abs. 5 UEV, fällt die spezielle Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG weg. In diesem Zeitpunkt müssen alle Personen, die während des Übernahmeverfahrens der Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG unterstellt waren, gemäss Art. 19 Abs. 2 BEHV-FINMA ihre im Sinne von Art. 20 BEHG meldepflichtigen Positionen der zuständigen Offenlegungsstelle melden. Damit wird nach Abschluss des Übernahmeverfahrens das ordentliche Meldeverfahren gemäss Art. 20 BEHG wieder aufgenommen.

2.3 Die meldepflichtigen Personen

Der Meldepflicht[1707] unterliegen gemäss Art. 38 Abs. 2 UEV neben dem Anbieter selbst alle Personen, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln sowie sämtliche Personen, die im Übernahmeverfahren Parteistellung haben, d.h. insbesondere auch die Zielgesellschaft sowie alle qualifizierten Aktionäre, welche in diesem Verfahren aufgrund eines entsprechenden Antrages Parteistellung erhalten haben [1708]. Zusätzlich kann die Übernahmekommission gemäss Art. 39 UEV unabhängig von ihrer Beziehung zum Anbieter auch alle Personen und Gruppen der Meldepflicht unterstellen, die direkt oder indirekt über eine Beteiligung in Höhe von mindestens 3%[1709] der Stimmrechte der Zielgesellschaft bzw. der Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch an-

---

1707 Vgl. Schiltknecht, BSK, N. 6 ff. zu Art. 31 BEHG.

1708 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 95; Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.5); Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E3.1.1); Hofstetter (1998c), S. 291; Tschäni (2004a), S. 190; Kistler (2001), S. 127; Bernet (1998), S. 194 f.; Gotschev (2005), S. 290. Zu den Personen, die vom Begriff der „gemeinsamen Absprache“ erfasst werden, Ziff. III.F.3.2.

1709 Die Schwelle von 3% wurde mit der Änderung des BEHG per 1. Dezember 2007 eingeführt; vor dieser Revision des BEHG galt eine Schwelle von 5%.

geboten werden, verfügen[1710]. Dies ermöglicht es der Übernahmekommission, das Verhalten von Personen zu erfassen, die in wirtschaftlicher Hinsicht stark an der Übernahme interessiert sind bzw. allenfalls eigene Übernahmestrategien vorbereiten[1711].

2.4 Die meldepflichtigen Transaktionen

Gemäss Art. 40 UEV sind die gleichen Transaktionen meldepflichtig, die auch die Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG auslösen, weshalb zur Definition der meldepflichtigen Transaktionen und Instrumente auf Ziff. II vorne verwiesen werden kann. Dabei ist allerdings immer zu beachten, dass nicht nur Transaktionen in Beteiligungspapieren, die Stimmrechte vermitteln, sondern Transaktionen in allen Beteiligungspapieren erfasst werden. Dementsprechend löst auch der indirekte Erwerb von stimmrechtslosen Beteiligungsrechten sowie der Erwerb von meldepflichtigen Derivaten, die sich auf Partizipations- oder Genussscheine beziehen, die spezielle Meldepflicht nach Art. 31 BEHG aus.

Die Meldepflicht nach Art. 31 BEHG entsteht wie die Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG mit dem Abschluss des betreffenden Verpflichtungsgeschäftes, selbst wenn dieses noch unter gewissen Bedingungen steht oder erst zu einem späteren Datum vollzogen wird; der Vollzug des betreffenden Verpflichtungsgeschäftes ist dagegen nicht separat zu melden[1712].

2.5 Zeitpunkt der Meldung

Die Personen, die der Meldepflicht unterliegen, müssen die von ihnen getätigten börslichen und ausserbörslichen Transaktionen gemäss Art. 41 UEV täglich bis um 12.00 Uhr des folgenden Börsentages[1713] bei der Übernahmekommission sowie der zuständigen Offenlegungsstelle melden, wobei jede einzelne Transaktion detailliert darzustellen ist[1714].

1710 Massgebend sind dabei die Stimmrechte; Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E3.2); Senn (1998), S. 42; Kistler (2001), S. 128 f.; Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 133 zu Art. 20 BEHG; diese Pflicht gilt auch für die Zielgesellschaft selber, sofern sie mehr als 3% der eigenen Aktien hält: vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Februar 2008 i.S. Implenia (E.1); Empfehlung der UEK vom 13. November 2000 i.S. Axantis (E1); Gotschev (2005), S. 290. Für die Frage der Meldepflicht ist es unerheblich, ob die entsprechende Beteiligung bereits im Zeitpunkt bestand, in dem das öffentliche Angebot veröffentlicht wurde oder ob die Beteiligung erst später erworben wurde. Unabhängig vom Zeitpunkt des Erwerbs der Beteiligung ist jeder Aktionär ab dem Zeitpunkt, in dem er eine Beteiligung von mehr als 3% hält, meldepflichtig, Reutter/Pellanda, BSK, N. 17 zu Art. 31 BEHG.

1711 Diese Personen unterliegen mangels Zusammenarbeit mit dem Anbieter allerdings nicht der Best Price Rule; dementsprechend bezieht sich die Überwachung der Übernahmekommission letztlich nur auf die Frage, ob diese Personen Transaktionen vornehmen, welche zu Kursmanipulationen führen.

1712 Art. 38 UEV; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 222 f.; meldepflichtig ist dagegen in Analogie zu Art. 15 Abs. 3 BEHV-FINMA, die Ausübung von Optionen; zur Kritik am Konzept der Meldung von bedingten Verpflichtungsgeschäften sowie zu Verpflichtungsgeschäften mit aufgeschobenem Vollzug vgl. Ziff. II.F.2 vorne.

1713 Mit dieser zeitnahen Meldung soll sichergestellt werden, dass die UEK bei Unregelmässigkeit sofort eingreifen kann; vgl. Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 137 zu Art. 20 BEHG.

1714 Vgl. Tschäni (2004a), S. 189; Senn (1998), S. 42.

2.6 Veröffentlichung der Meldungen

Die gemeldeten Transaktionen werden unmittelbar nach Eingang von der Übernahmekommission auf ihrer Website veröffentlicht[1715], so dass die Marktteilnehmer die entsprechenden Informationen sofort erhalten. Dabei werden nicht nur die Meldung des Anbieters und der Personen, die in Absprache mit ihm handeln, erfasst, sondern die Meldungen aller Personen, die der Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG unterstehen, d.h. auch die der Drittaktionäre, die mehr als 3% der Aktien der Zielgesellschaft halten.

2.7 Sanktionen

Diese Veröffentlichung, die erst mit der UEV per 1.1.2009 vorgesehen wurde, ist sachgerecht, da das Verhalten des Anbieters, der Personen, die mit ihm zusammenwirken, sowie der grösseren Aktionäre für die Marktteilnehmer relevant ist und auch den Entscheid der übrigen Aktionäre über Annahme oder Ablehnung des Angebotes beeinflussen kann.

Meldet eine Person, die der Meldepflicht untersteht, ihre Beteiligung vorsätzlich nicht, so kann gegen sie gemäss Art. 41 Abs. 1 lit. b BEHG eine Busse ausgesprochen werden; wie bei der Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG kann sich die Busse bei Vorsatz bis maximal auf das Doppelte des Kaufs- bzw. Verkaufspreises der nicht gemeldeten Transaktion belaufen, während der Höchstbetrag der Busse bei fahrlässiger Begehung bei CHF 1'000'000 liegt[1716].

Die Meldepflicht während der Transaktion wird durch eine verschärfte Anzeigepflicht von Börse und Zielgesellschaft abgesichert: Gemäss Art. 31 BEHG haben die Zielgesellschaft und die Börsen, an denen die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gehandelt werden, die Pflicht, der Übernahmekommission Anzeige zu erstatten, falls sie Grund zur Annahme haben, dass eine Person ihrer Meldepflicht nicht nachgekommen ist[1717].

3. Annahme des Angebotes und Einlieferung der Aktien

3.1 Die Annahme des Angebotes

Die Aktionäre der Zielgesellschaft können das Angebot während der Angebotsfrist[1718] und auch während der späteren Nachfrist[1719] annehmen. Da die Ü-

---

1715 Art. 43 UEV; Thévenoz (2009), S. 36.

1716 Meier-Schatz, Kommentar Börsengesetz, N. 65 zu Art. 40 – 44 BEHG; Bernet (1998), S. 206 f. Zur Bemessung dieser Busse und zum Verfahren, in dem diese ausgesprochen wird, kann vollumfänglich auf Ziff. II.H.5.2 vorne verwiesen werden.

1717 Böckli (2004), S. 722, der von „Denunziationspflicht“ spricht.

1718 Epper (2008), S. 216. Obwohl das Angebot während der gesamten Annahmefrist angenommen werden kann, werden die Annahmeerklärungen meist erst am letzten Tag der Annahmefrist abgegeben, da die Aktionäre der Zielgesellschaft bis zu diesem Zeitpunkt auf eine Verbesserung des Angebotes oder ein Konkurrenzangebot warten.

bernahmeregeln für die Annahmeerklärung keine spezifische Form vorsehen, ist diese formlos gültig. In der Praxis geben die Aktionäre der Zielgesellschaft die entsprechende Erklärung mündlich oder schriftlich der Bank ab, bei der ihre Aktien verwahrt werden; diese Bank sammelt die entsprechenden Annahmeerklärungen ihrer Kunden und gibt sie dann gesamthaft an die vom Anbieter mit der Abwicklung des Angebotes beauftragte Bank weiter[1720]. Heimverwahrer können ihre Aktien entweder direkt bei der vom Anbieter beauftragten Bank abliefern und dieser eine Annahmeerklärung abgeben oder aber bei einer anderen Bank zur Einlieferung ein Depot eröffnen und ihre Annahmeerklärung dann über diese Bank abgeben[1721].

Zum Teil wird die Annahme des Angebotes auch mit der Vollmachtserteilung an den Anbieter oder eine von ihm beauftragte Drittperson verbunden[1722], sodass der Anbieter bzw. die betreffende Drittperson die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte an der nächsten Generalversammlung der Zielgesellschaft ausüben können. Ein derartiges Vorgehen ist sinnvoll, wenn das Angebot der Bedingung unterstellt ist, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft bestimmte Beschlüsse fasst und die betreffende Generalversammlung deshalb vor Abwicklung des Angebotes durchgeführt wird[1723]. Eine derartige Vollmachtserteilung ist allerdings nur dann zielführend, wenn die Ausübung der Stimmrechte durch den Anbieter nicht von Stimmrechtsbeschränkungsklauseln in den Statuten der Zielgesellschaft verunmöglicht wird.

3.2 Handel nach Annahme des Angebotes

Mit der Annahme des Angebotes verpflichtet sich der Aktionär, die betreffenden Aktien bei Vollzug des Angebotes auf den Anbieter zu übertragen. Um den Vollzug zu gewährleisten, werden die Titel bei der Depotbank des betreffenden Aktionärs gesperrt und können bis zum Vollzug des Angebotes nicht mehr gehandelt werden[1724]. Eine derartige Sperrung kann sehr lange dauern, wenn das Angebot einer Resolutivbedingung untersteht, weil z.B. noch die Bewilligung einer Kartellbehörde eingeholt werden muss.

1719 Während der Nachfrist nehmen diejenigen Aktionäre das Angebot an, die zunächst gegen das Angebot eingestellt waren, nach Ablauf der Annahmefrist aber feststellen mussten, dass der Anbieter aber dennoch die Kontrolle über die Zielgesellschaft errungen hat.

1720 Die Bank des Aktionärs handelt in diesem Sinne als Bote des Aktionärs. Die vom Anbieter mit der Abwicklung des Angebotes beauftragte Bank handelt dagegen als Vertreter des Anbieters.

1721 Normalerweise wird im Angebotsprospekt festgehalten, wie die Annahmeerklärung technisch erfolgt; vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 209 f.; Reutter (2002), S. 42 ff.

1722 Die Vollmacht ist auf die Zeit beschränkt, in der das Angebot in der Schwebe ist, d.h. bis zum Zeitpunkt, in dem das Angebot entweder abgewickelt wird oder dahinfällt.

1723 Vgl. die bei Tschäni/Iffland (2002), S. 212 erwähnten Angebote der Compass Group PLC an die Aktionäre der Selecta Group vom 26. März 2001 und das Angebot der Hansa AG an die Aktionäre der ENR SA vom 17. Oktober 2001.

1724 Vgl. für ein Beispiel einer entsprechenden Klausel im Angebotstext, Tschäni/Iffland (2002), S. 211; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 186.

Als Alternative zur Sperrung der Titel kann eine zweite Handelslinie eingerichtet werden[1725], auf der die angemeldeten Titel gehandelt werden können. Diese Titel, die dann als angemeldete Stücke bezeichnet werden, erhalten eine spezielle Valorennummer und werden von den Depotbanken am Tag, an dem das Angebot vollzogen wird, automatisch der vom Anbieter beauftragten Bank abgeliefert, unabhängig davon, wer die betreffenden Aktien in diesem Zeitpunkt hält[1726]. Damit können Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, den Wert ihrer Aktien auch dann realisieren, wenn das Angebot noch nicht vollzogen ist. Sofern nach dem Ende der Angebotsfrist der Vollzug des Angebotes nur noch von der Erfüllung gewisser Resolutivbedingungen abhängt, so entwickelt sich auf dieser zweiten Handelslinie ein Arbitrage-Markt, dessen Preise einerseits vom Zeitpunkt, in dem der Vollzug erwartet wird, und andererseits vom Risiko, dass die ausstehenden Resolutivbedingungen nicht erfüllt werden, beeinflusst wird.

Leider wird die Möglichkeit einer zweiten Handelslinie nur von wenigen Anbietern wahrgenommen; m.E. sollte die Einrichtung einer derartigen zweiten Handelslinie aber Voraussetzung für die Genehmigung von Resolutivbedingungen sein, da mit der Möglichkeit des Handels auf einer derartigen zweiten Linie das Problem entschärft wird, dass die Aktien, für die das Angebot angenommen wurde, während der Zeit, in der Resolutivbedingungen noch nicht erfüllt sind, gesperrt sein müssen.

4. Bekanntgabe des Ergebnisses und Nachfrist

Art. 27 BEHG verpflichtet den Anbieter, das Ergebnis des öffentlichen Kaufangebotes nach Ablauf der Angebotsfrist zu veröffentlichen und – sofern die Bedingungen des Angebotes erfüllt sind – den Aktionären der Zielgesellschaft, die das Angebot noch nicht angenommen haben, die Möglichkeit zur nachträglichen Annahme zu geben. Diese Pflichten wurden in der UEV-UEK wie folgt konkretisiert:

4.1 Bekanntgabe des Zwischenergebnisses

4.1.1 Das provisorische Zwischenergebnis

Gemäss Art. 44 UEV muss der Anbieter am ersten Börsentag nach Ablauf der Angebotsfrist ein vorläufiges Zwischenergebnis[1727], das nach dem Text der Verordnung „so genau als möglich“ sein soll[1728], der Börse und der Übernahmekommission mitteilen und über mindestens zwei elektronische Medien, die

---

1725 Vgl. Rundschreiben Nr. 7 Zulassungsstelle SWX vom 1. Februar 2003 Ziff. 1.

1726 Vgl. zu einer entsprechenden Klausel Tschäni/Iffland (2002), S. 211; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 187.

1727 Das Ergebnis ist in diesem Zeitpunkt noch ungenau, weil in der Praxis ein Teil der Annahmeerklärungen erst zwei bis drei Tage nach Abschluss der Annahmefrist bei der vom Anbieter mit der Abwicklung beauftragten Bank eintreffen, da diese erst am letzten Tag der Annahmefrist versandt werden.

1728 Vgl. Tschäni (2003a), S. 358; Bernet (1998), S. 163; Epper (2008), S. 218.

Börseninformationen verbreitet, auch dem Publikum bekanntgeben[1729]. Bei diesem provisorischen Zwischenergebnis muss der Anbieter die Anzahl der erworbenen Aktien in absoluten Zahlen sowie in Prozenten der gesamten ausstehenden Aktien der Zielgesellschaft bekanntgeben, muss sich aber noch nicht darüber aussprechen, ob die Bedingungen des Angebotes erfüllt sind. Eine derartige Aussage ist dem Anbieter häufig auch gar noch nicht möglich, da er aufgrund der Ungenauigkeit des Ergebnisses in diesem Zeitpunkt noch nicht weiss, ob die Bedingungen betreffend Annahme des Angebotes für eine Mindestzahl von Aktien tatsächlich erfüllt worden ist. Sofern ein Anbieter aber dennoch bereits bei der Bekanntgabe des provisorischen Zwischenergebnisses eine Aussage über die Erfüllung der Bedingungen macht, ist diese Aussage für ihn verbindlich.

4.1.2 Das definitive Zwischenergebnis

Spätestens vier Börsentage nach Ablauf der Annahmefrist muss das genaue Zwischenergebnis in den Zeitungen und den elektronischen Medien publiziert werden, in denen der Angebotsprospekt publiziert wurde[1730]. Bei komplexen Verhältnissen kann diese Frist verlängert werden[1731], was notwendig werden kann, wenn eine grosse Anzahl von Aktien über ausländische Depotbanken gehalten wird und die Annahmeerklärungen deshalb mit Verzögerung eintreffen.

Der Bericht zum definitiven Zwischenergebnis muss einerseits die Anzahl der erworbenen Aktien in absoluten Zahlen sowie in Prozenten der gesamten ausstehenden Aktien der Zielgesellschaft enthalten und andererseits die gesamte Beteiligung des Anbieters unter Berücksichtigung der neu erworbenen Beteiligungspapiere wiedergeben[1732]. Zusätzlich muss der Anbieter das Publikum gemäss Art. 45 UEV auch darüber informieren, ob das Angebot gültig zustande gekommen ist, weil die im Angebot aufgeführten Bedingungen erfüllt worden sind oder er auf gewisse Bedingungen verzichtet hat[1733]. In diesem Zeitpunkt muss der Anbieter aber auch bekanntgeben, ob bestimmte im Angebotsprospekt enthaltene Suspensivbedingungen in Resolutivbedingungen umgewandelt geworden sind und das Angebot deshalb weiterhin unter diesen Bedingungen steht[1734].

1729 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 3 zu Art. 27 BEHG; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 203.

1730 Bernet (1998), S. 163.

1731 Empfehlung der UEK vom 26. März 1999 i.S. ABB.

1732 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 8 f. zu Art. 27 BEHG; Epper (2008), S. 118; vgl. für ein Beispiel eines Berichtes über das Zwischenergebnis Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 205 f.; vgl. zu den Problemen bei der Bekanntgabe eines unrichtigen Zwischenergebnisses Empfehlung der UEK vom 15. Mai 2003 i.S. Hero (E.1).

1733 Vgl. Tschäni (2003a), S. 359; Bernet (1998), S. 163; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 207.

1734 Siehe dazu Ziff. III.6.3 vorne.

4.2 Nachfrist

Wenn das Angebot zustande gekommen ist, d.h. der Anbieter bei der Veröffentlichung des Zwischenergebnisses mitgeteilt hat, dass die Bedingungen des Angebotes erfüllt worden bzw. nur noch Bedingungen offen sind, die über die Angebotsfrist hinaus gelten[1735], so muss der Anbieter den übrigen Aktionären gemäss Art. 14 Abs. 5 UEV eine Nachfrist von zehn Börsentagen einräumen, um das Angebot ebenfalls noch anzunehmen[1736]. Bei Vorliegen sachlicher Gründe kann die Nachfrist von der Übernahmekommission in Anwendung von Art. 4 UEV verlängert werden; für eine Verlängerung um fünf bis zehn Tage genügt nach der Praxis der Übernahmekommissionbereits die Begründung, dass auf diese Weise möglichst vielen Aktionären die Möglichkeit zur Annahme gegeben werden soll, weil z.B. eine grosse Anzahl von Aktionären im Ausland ansässig ist[1737].

Zweck dieser Nachfrist ist es, den Aktionären der Zielgesellschaft, die das Angebot nicht angenommen haben, die Möglichkeit zu geben, ihre Position nach Bekanntgabe der neuen Beherrschungsverhältnisse zu überdenken und gegebenenfalls ihre Aktien auch noch anzudienen[1738]. Meist ist es für die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot während der Angebotsfrist nicht angenommen haben, sinnvoll, das Angebot während der Nachfrist anzunehmen, wenn der Anbieter durch das Angebot die Aktienmehrheit errungen hat, da sie sonst Aktien halten, deren Markt aufgrund des Erfolgs des Angebotes nicht mehr liquid ist-. Bei einem Angebot, das nach Ablauf der normalen Angebotsfrist über 50% der Aktien erreicht, wird daher innerhalb der Nachfrist meistens ein sehr grosser Teil der restlichen Aktien angedient.

Obwohl der Wortlaut von Art. 27 BEHG darauf hindeutet, dass die Nachfrist nur bei bedingten Angeboten eingeräumt werden muss, ist der Anbieter gemäss Art. 14 Abs. 5 UEV auch bei unbedingten Angeboten verpflichtet, nach Ablauf der Angebotsfrist und der Bekanntgabe des Zwischenergebnisses den Aktionären der Zielgesellschaft eine Nachfrist zu gewähren[1739]. Dies ergibt sich letztlich aus dem oben dargestellten Zweck der Nachfrist, den Aktionären der Zielgesellschaft die Möglichkeit zu geben, nach Kenntnis der neuen Mehrheitsverhältnisse ihre Aktien doch noch dem Anbieter anzudienen; dieses Bedürfnis besteht bei bedingten wie auch bei unbedingten Angeboten ihn glei-

---

1735 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.6.3§.

1736 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 16 zu Art. 27 BEHG; Bernet (1998), S. 164.

1737 Vgl. zur Interessenabwägung, welche die UEK vornehmen muss, Empfehlung der UEK vom 18. November 2008 i.S. SIA (E.9); Empfehlung der UEK vom 18. Dezember 2006 i.S. Saurer (E.1); Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E9), im konkreten Fall erstaunte allerdings die Gewährung der Verlängerung, da der Anbieter gleichzeitig eine Verkürzung der Angebotsfrist auf zehn Tage beantragt hatte. M.E. sollte eine Verlängerung der Nachfrist nur möglich sein, wenn Karenz- und Angebotsfrist nicht verkürzt werden, da die Fristkonstruktion sonst nur dazu dient, einerseits Konkurrenzanbieter durch eine möglichst kurze Angebotsfrist fernzuhalten und andererseits mit der Verlängerung der Nachfrist dennoch möglichst viele Aktien zu erhalten.

1738 Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E5.2.3); Tschäni (2003a), S. 358; Epper (2008), S. 218 f.

1739 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 16 zu Art. 27 BEHG; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 121.

cher Weise, weshalb die Regelung von Art. 14 Abs. 5 UEV sachlich gerechtfertigt ist.

4.3 Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses

Nach Ablauf der Nachfrist muss das endgültige Ergebnis veröffentlicht werden, wobei bezüglich der erworbenen Beteiligungspapiere gemäss Art. 47 UEV die gleichen Angaben gemacht werden müssen wie bei der Publikation des Zwischenergebnisses nach Ablauf der ursprünglichen Annahmefrist[1740].

Gemäss Art. 47 UEV in Verbindung mit Art. 44 UEV muss auch beim Endergebnis innert eines Börsentages nach Ablauf der Nachfrist zunächst ein provisorisches Ergebnis publiziert werden, während das definitive Endergebnis erst vier Börsentage nach Ablauf der Nachfrist zu publizieren ist. Mit dieser stufenweisen Bekanntgabe soll – gleich wie beim Zwischenergebnis – dem Bedürfnis der Aktionäre nach rascher Information Rechnung getragen werden.

5. Abwicklung des Angebotes

Ist das Angebot zustande gekommen, muss es gemäss Art. 14 Abs. 6 UEV spätestens zehn Börsentage nach Ende der Nachfrist durch Zahlung des Angebotspreises bzw. bei einem Tauschangebot durch Auslieferung der zum Tausch angebotenen Titel abgewickelt werden[1741]. Diese Frist kann von der Übernahmekommission aus wichtigen Gründen erstreckt werden[1742].

Der Anbieter kann das Angebot bereits vor Ablauf der zehntägigen Frist abwickeln. In der Praxis wird das Angebot bezüglich der in der ordentlichen Frist eingereichten Aktien häufig sofort nach der Bekanntgabe des definitiven Zwischenergebnisses abgewickelt, während das Angebot bezüglich der in der Nachfrist eingereichten Aktien erst zehn Börsentage nach Ablauf der Nachfrist abgewickelt wird: Dadurch kann der Anbieter die Einlieferung in der normalen Angebotsfrist attraktiver machen[1743].

Sofern nach Ablauf der Nachfrist noch eine Resolutivbedingung erfüllt werden muss, kann das Angebot erst nach Erfüllung dieser Bedingung abgewickelt werden; die zehntägige Frist zur Abwicklung des Angebotes beginnt in diesen Fällen mit der Erfüllung der entsprechenden Bedingung[1744].

1740 Tschäni/Oertle, BSK, N. 5 zu Art. 27 BEHG; Bernet (1998), S. 165; vgl. für ein Beispiel eines Berichtes über das Endergebnis Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 208 f.

1741 Tschäni/Oerlte, BSK, N. 15 zu Art. 28 BEHG; Tschäni/Iffland (2002), S. 212 mit einem Beispiel einer entsprechenden Klausel im Angebotsprospekt; vgl. zum technischen Vollzug zwischen den Banken Reutter (2002), S. 48 f.

1742 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. September 2003 i.S. Centerpulse (E1); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 182 f.

1743 Tschäni (2003a), S. 358; Tschäni/Iffland (2002), S. 213.

1744 Empfehlung der UEK vom 29. August 2006 i.S. Agie.

6. Kraftloserklärung der restlichen Aktien

Verfügt der Anbieter nach der Durchführung eines öffentlichen Übernahmeangebotes über mehr als 98%[1745] der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er gemäss Art. 33 BEHG innerhalb einer Frist von drei Monaten nach Ablauf der Nachfrist durch Einleitung einer Kraftloserklärungsklage verlangen, dass die restlichen Beteiligungspapiere kraftlos[1746] erklärt und ihm gegen Zahlung des Angebotspreises neu ausgegeben werden. Diese Kraftloserklärung führt dazu, dass der Anbieter nach erfolgreichem öffentlichem Angebot 100% der Aktien der Zielgesellschaft besitzt, und bildet damit den eigentlichen Abschluss des Übernahmeverfahrens. Die Möglichkeit, Minderheitsaktionäre aus einer Gesellschaft auszuschliessen bzw. zwangsweise auszukaufen, war bei der Einführung des Börsengesetzes neu, da bis zu diesem Zeitpunkt das Dogma der Unentziehbarkeit der Mitgliedschaft galt[1747]. Dieses Dogma wurde seit dem Erlass des Börsengesetzes aber durch den Erlass des Fusionsgesetzes weiter aufgeweicht; dieses erlaubt, bei Fusionen Minderheiten von unter 10% durch Barzahlung auszuzahlen[1748].

Grund für die Einführung der Kraftloserklärung war, dass die Zielgesellschaft ihren Charakter als Publikumsgesellschaft verloren hat, wenn der Anbieter 98% der Aktien hält, und die Minderheitsgesellschafter in einer derartigen Konstellation keine sinnvolle Rolle mehr spielen können[1749]. Daher ist das Interesse des Anbieters an einer 100%igen Übernahme in einer derartigen Situation höher einzustufen als die Interessen der Minderheitsaktionäre an einer weiteren Beteiligung[1750]. Dieses Interesse des Übernehmers an einer vollständigen Beherrschung der Zielgesellschaft ergibt sich insbesondere daraus, dass es

---

1745 Zur Kritik an diesem Prozentsatz: Gruber (1996), S. 80 f., der schon 1996 für eine Schwelle von 90% eintrat; vgl. Gotschev/Staub (2006), S. 273; Nobel (2002), S. 32; m.E. wäre in Analogie zu Art. 18 Abs. 5 FusG tatsächlich eine Senkung auf 90% sachlich gerechtfertigt, da sich eine Börsenkotierung bei 10% Restaktionären nicht mehr rechtfertigt.

1746 Zur Kritik am Begriff der „Kraftloserklärung", der tatsächlich falsch ist, da die Aktien nicht gelöscht, sondern durch Neuausgabe gegen Zahlung des Angebotspreises auf den erfolgreichen Anbieter übertragen werden: Böckli (2004), S. 738; Köpfli (2000), S. 43.

1747 Schiltknecht, BSK, N.1 zu Art. 33; Köpfli (1998), S. 54 sowie S. 58 f.; von Büren/Bähler (1996), S. 401; vgl. Kunz (1999), S. 183, der kritisiert, dass als Korrelat zum Ausschlussrecht durch Kraftloserklärung ein Austrittsrecht des Minderheitsaktionärs bestehen müsse. M. E ist ein derartiges Recht jedoch nicht nötig, da die nach dem öffentlichen Angebot verbliebenen Minderheitsaktionäre die Möglichkeit hatten, das Angebot des Anbieters in der Nachfrist anzunehmen und damit ihre Aktien zu veräussern. Die Möglichkeit, die Aktien innerhalb der Nachfrist zu veräussern, soll gerade Aktionären, die das Angebot zwar nicht unterstützen wollten, dann aber feststellen mussten, dass es von einer genügenden Mehrheit von Aktionären angenommen worden ist, die Möglichkeit geben, das Angebot doch noch anzunehmen. Die Möglichkeit eines Verkaufes innerhalb der Nachfrist stellt daher in materieller Hinsicht das von Kunz geforderte Austrittsrecht der Minderheitsaktionäre dar.

1748 Vgl. Groner (2003a), S. 393 ff., Art. 34 und 24 FusG.

1749 Rampini/Reiter, BSK, N. 2 zu Art. 33; von der Crone (1997b), S. 88; vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 ff. zu Art. 33 BEHG; Kunz (2001), S. 671, sieht in der Kraftloserklärung daher ein Instrument des „Mehrheitsschutzes". Zum Teil wird auch befürchtet, dass die Minderheitsaktionäre ihre Position nur noch dazu missbrauchen, der Zielgesellschaft in Bezug auf die Integration mit dem Anbieter Hindernisse in den Weg zu legen; Botschaft, S. 61; Köpfli (1998), S. 57.

1750 Botschaft S. 61; Böckli (2004), S. 738; Köpfli (2000), S. 45 f. Zu dieser Interessenabwägung Gotschev/Staub (2006), S. 265.

ihm nur mit einer 100%-Beherrschung möglich ist, die Zielgesellschaft in seinen Konzern einzugliedern und sie konsequent auf das Konzerninteresse auszurichten[1751]. Überdies führt der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch zu einer erheblichen Verringerung des administrativen Aufwands bei der Zielgesellschaft, da nicht nur die mit der Kotierung verbundenen Kosten dahinfallen[1752], sondern auch die Kosten für Vorbereitung und Durchführung der Generalversammlung stark gesenkt werden können[1753].

6.1 Voraussetzungen für die Kraftloserklärung

6.1.1 Schweizerische Zielgesellschaft

Das Kraftloserklärungsverfahren kann nur auf Zielgesellschaften Anwendung finden, die gemäss Art. 22 BEHG in den Anwendungsbereich der Übernahmeregeln des BEHG fallen[1754]. Der Anwendungsbereich von Art. 22 BEHG geht allerdings, wie vorne in Ziff. III.B.1.2 dargestellt, über schweizerische Gesellschaften hinaus und erfasst auch ausländische Gesellschaften, die ihren tatsächlichen Sitz in der Schweiz haben[1755]. In diesen Fällen können m.E. aber die Vorschriften über die Kraftloserklärung trotz der Unterstellung der betreffenden Gesellschaften unter die schweizerischen Übernahmeregeln nicht zur Anwendung kommen. Bei den Bestimmungen über die Kraftloserklärung handelt es sich materiell um reines Gesellschaftsrecht, da sie den Ausschluss eines Aktionärs und mithin Kernfragen des Verhältnisses zwischen Gesellschaft und Aktionär betreffen. Dementsprechend muss gemäss Art. 154 IPRG allein das Recht des Staates zur Anwendung kommen, nach dem die betreffende Gesellschaft gegründet wurde. Überlegungen des Anlegerschutzes führen zum gleichen Ergebnis[1756]; die Minderheitsaktionäre einer ausländischen Gesellschaft müssen sich darauf verlassen können, dass sie ihre Aktionärstellung nur dann verlieren, wenn dies in dem auf die Zielgesellschaft anwendbaren Aktienrecht vorgesehen ist. Würde bei einer ausländischen Gesellschaft wegen ihres tatsächlichen Sitzes in der Schweiz Schweizer Recht auf die Frage angewendet, ob einzelnen Minderheitsaktionären zwangsweise die Aktionärstellung entzogen werden kann, so würde dies im Übrigen auch zu unüberwindbaren Problemen für die Zielgesellschaft führen, wenn das eigene Gesellschaftsrecht keine derartige Übertragung vorsieht: Es wäre der betreffenden Gesellschaft in einem derartigen Fall in ihrem Sitzstaat nicht möglich, den

---

1751 Tschäni (2003a), S. 381; Köpfli (1998), S. 57; Gotschev/Staub (2006), S. 265 f.; Schärer/Zeiter (2003), S. 37.

1752 Die Vorschriften der SWX betreffend Rechnungslegung, periodische Berichterstattung, Ad-hoc-Publizität und Corporate Governance verursachen Kosten, die gerade bei kleinen und mittleren Gesellschaften zu einer relativ grossen Belastung werden können, wenn sie den Kapitalmarkt nicht mehr zur Finanzierung benützen, sondern nur noch wenige Aktien im Publikumsbesitz sind. Schärer/Zeiter (2003), S. 37.

1753 Vgl. von Ballmoos (1997), S. 115; Köpfli (1998), S. 57; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 6 zu Art. 33 BEHG; vgl. Groner (2003a), S. 394.

1754 Rampini/Reiser, BSK, N. 7 zu Art. 33 BEHG; Köpfli (1998), S. 59; Gotschev (2005), S. 295.

1755 Vgl. Verfügung der EBK vom 20. September 1999 i.S. TAG Heuer International.

1756 Dazu Ziff. III.B.1.2.

Anbieter als neuen Aktionär anzuerkennen und den von der Kraftloserklärung betroffenen Minderheitsaktionären die Aktionärstellung abzuerkennen[1757].

6.1.2 Kotierung

Das Verfahren zur Kraftloserklärung kann nur zur Anwendung kommen, wenn die Aktien der Gesellschaft im Zeitpunkt des Übernahmeangebotes kotiert waren; es ist dagegen nicht notwendig, dass die Aktien auch noch im Zeitpunkt, in dem das Kraftloserklärungsverfahren eingeleitet wird, kotiert sind[1758]. Entsprechend kann eine Zielgesellschaft nach einem erfolgreichen Angebot unabhängig vom Beginn des Kraftloserklärungsverfahrens dekotiert werden.

Bei nicht kotierten Gesellschaften können die Bestimmungen über das Kraftloserklärungsverfahren zur Anwendung kommen, wenn schon die Vorschriften über öffentliche Übernahmeangebote in analoger Anwendung von Art. 22 BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft zur Anwendung kamen[1759]. Die Ausdehnung der Regeln über die Kraftloserklärung auf nicht kotierte Gesellschaften ist in diesen Fällen m.E. sachgerecht; im Sinne des Verbots des Methodendualismus wäre es nicht zulässig, einerseits eine nicht kotierte Gesellschaft aus Gründen des Anlegerschutzes den börsenrechtlichen Übernahmebestimmungen zu unterstellen, andererseits aber die Regeln über die Kraftloserklärung, die Teil dieser Bestimmungen sind, nicht anzuwenden[1760].

6.1.3 Durchführung eines Übernahmeangebotes, Frist

Das Kraftloserklärungsverfahren kann gemäss Art. 33 BEHG nur zur Anwendung kommen, wenn der Anbieter vorher ein öffentliches Übernahmeangebot durchgeführt hat[1761]. Ein Kraftloserklärungsverfahren ist daher nicht möglich, wenn der Anbieter den Grenzwert ohne ein öffentliches Übernahmeangebot allein aufgrund freihändiger Käufe erreicht hat[1762]. Der Aktionär muss aber nicht alle Aktien, welche es ihm ermöglichen, den Grenzwert von 98% zu überschreiten, mit diesem öffentlichen Angebot erwerben; wie in Ziff. III.G.6.1.4 dargestellt, kann er die Aktien, welche zur Überschreitung

---

1757 Vgl. Brügger/Dubs (2000), S. 82 f.

1758 Vgl. Rampini/Reiter, BSK, N, 8 zu Art. 33 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 19 zu Art. 33 BEHG; Tschäni (2003a), S. 380; Iffland/Vaisy (2000), S. 138; Gotschev/Staub (2006), S. 272; vgl. auch Urteil des Handelsgerichtes Zürich vom 8. März 2000 (U/O/HG990306 i.S. Brauerei Haldengut); a.M. Schiltknecht, BSK, (1. Aufl.), N. 6 zu Art. 33 BEHG; Kunz (1999), S. 187 f.; m.E. sind herrschende Lehre und Praxis aber sachgerecht: Es ist weder für die Zielgesellschaft noch für die betroffenen Minderheitsaktionäre sinnvoll, bei einer Beherrschung von mehr als 98% die Kotierung aufrechtzuerhalten. Diese bringt den Minderheitsaktionären im Hinblick auf das Kraftloserklärungsverfahren auch keinerlei Vorteile, da die Kraftloserklärung ohnehin gegen Zahlung des Angebotspreises erfolgt.

1759 Vgl. Urteil des Kantonsgerichtes Zug vom 6. Januar 2005 i.S. Carlton-Holding; AJP 2005 S. 496 ff.

1760 Gotschev/Staub (2006), S. 272. Die Sachlage ist anders als in Ziff. III.G. 6.1.1 erwähnten ausländischen Gesellschaften, da bei nicht kotierten schweizerischen Gesellschaften kein Konflikt zwischen Börsen- und Gesellschaftsrecht entsteht.

1761 Rampini/Reiter BSK, N. 10 zu Art. 33 BEHG; Wey (2002), S. 203.

1762 Meier-Schatz (1996), S. 128; Kunz (1999), S. 185; Bernet (1998), S. 245.

dieses Grenzwertes notwendig sind, auch nach Ablauf der Nachfrist noch freihändig erwerben[1763].

Das Kraftloserklärungsverfahren muss gemäss Art. 33 BEHG innerhalb einer Frist von drei Monaten nach Ablauf der Nachfrist[1764] eingeleitet werden[1765]. Diese Frist kann nur durch Einleitung des entsprechenden Zivilverfahrens gewahrt werden[1766]. Der Abschluss eines aussergerichtlichen Vergleiches mit der Zielgesellschaft genügt dagegen nicht zur Wahrung der Frist, da die Voraussetzungen der Kraftloserklärung zwingend durch den Richter geprüft werden müssen[1767].

Sofern der Anbieter erst nach Ablauf der dreimonatigen Frist eine Mehrheit von 98% erreicht, aber trotzdem eine Kraftloserklärung der restlichen Titel anstrebt, muss er in diesem Zeitpunkt ein neues öffentliches Angebot machen, das letztlich allein das Ziel hat, die Voraussetzung für das Kraftloserklärungsverfahren zu schaffen[1768].

6.1.4 Der Grenzwert von 98%

Ein Kraftloserklärungsverfahren kann nur eingeleitet werden, wenn der Anbieter nach Durchführung des öffentlichen Angebotes mindestens 98% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält[1769]. Bezugsgrösse für die Berechnung des Grenzwertes ist dabei die Anzahl der Stimmrechte, die sich aus dem Handelsregistereintrag ergibt[1770] unabhängig davon, ob die Stimmrechte tatsächlich ausgeübt werden können oder wegen Vinkulierungsvorschriften, einer Suspendierung gemäss Art. 20 Abs. 4bis BEHG oder Eigenbesitz der Gesellschaft ruhen[1771]. Zur Feststellung, ob der Grenzwert von 98% erreicht ist, werden gemäss Art. 54 BEHV neben den vom Anbieter direkt und indirekt gehaltenen Aktien auch Aktien berücksichtigt, die von der Zielgesellschaft selbst gehalten

---

1763 Kunz (2001), S. 673. Bei derartigen Käufen nach Ablauf der Angebotsfrist ist der Anbieter allerdings an die Best Price Rule gebunden.

1764 Art. 14 Abs. 5 UEV.

1765 Köpfli (1998), S. 61; Kunz (2001), S. 678.

1766 Rampini/Reiter, BSK, N. 16 zu Art. 33 BEHG.

1767 Dazu im Einzelnen Ziff. III G 6.3; Schärer/Zeiter (2003), S. 45.

1768 Schärer/Zeiter (2003), S. 61. Ein Beispiel eines derartigen Angebotes findet sich in der Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appétit Group; die Rewe Beteiligungs Holding International GmbH hatte als Anbieterin bereits vor der Veröffentlichung dieses öffentlichen Angebotes 99,02% der Stimmen an der Bon Appétit Group und machte ein weiteres öffentliches Angebot, um so die Voraussetzungen für die nachfolgende Kraftloserklärung zu schaffen.

1769 Ein derartiges Verfahren ist auch möglich, wenn der Übernehmer die Grenze von 98% bereits vor dem öffentlichen Angebot erreicht hat und das öffentliche Angebot nur durchführt, um noch ein Kraftloserklärungsverfahren einleiten zu können; vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Januar 1999 i.S. Allgemeine Finanzgesellschaft und das in Wey (2002), S. 204 erwähnte Urteil des Handelsgerichtes ZH vom 2. Juli 1999.

1770 Rampini/Reiter BSK, N. 12 zu Art. 33 BEHG; Bernet (1998), S. 243; nicht ausgegebene Aktien aus genehmigtem oder bedingtem Kapital werden bei dieser Berechnung nicht berücksichtigt Schärer/Zeiter (2003), S. 41.

1771 Schärer/Zeiter, Going-Private, S. 41; Gotschev (2005), S. 296; Schärer/Zeiter (2003), S. 41.

werden[1772], sowie alle Aktien, die von Dritten gehalten werden, welche in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln[1773].

Der Grenzwert von 98% muss im Zeitpunkt der Klageerhebung erreicht werden, da sonst die Voraussetzungen für die Klage nicht gegeben sind[1774]. Der Prozentsatz, der nach Abschluss des öffentlichen Angebotes bzw. beim Ablauf der Nachfrist erreicht wird, ist dagegen irrelevant. Die in der Literatur vertretene Ansicht, dass der Bestand an Stimmrechten am Ende der Nachfrist entscheidend ist[1775], widerspricht dem Wortlaut von Art. 33 BEHG, da dieser nicht davon spricht, dass der Grenzwert am Ende der Angebotsfrist erreicht werden muss, sondern die Möglichkeit offenlässt, den Grenzwert innerhalb der massgebenden Drei-Monats-Frist – d.h. auch nach Ablauf der Nachfrist – zu erreichen[1776]. Daher ist es einem Anbieter möglich, die Hürde von 98% nach Ablauf der Nachfrist durch freihändigen Kauf oder durch Bildung einer Gruppe mit anderen Aktionären zu erreichen[1777]. Bei Käufen nach Ablauf der Nachfrist ist der Anbieter aber an die Best-Price-Regel gebunden, die nach der Praxis der Übernahmekommission noch sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist gilt[1778]. Damit wird verhindert, dass der Anbieter für die letzten, bis zur Erreichung der 98%-Grenze notwendigen Aktien eine Prämie zahlt, die er den übrigen Aktionären nicht gewährt[1779].

Der Grenzwert von 98% stellt gemäss dem Wortlaut von Art. 33 BEHG allein auf die Stimmrechte und nicht auf die Kapitalanteile ab. Daher kann ein Anbieter auch dann ein Kraftloserklärungsgesuch stellen, wenn er aufgrund von Stimmrechtsaktien zwar 98% der Stimmen, aber weniger als 98% des gesamten Kapitals hält[1780]. Dieses Prinzip findet seine Grenze allerdings dort, wo nur die Partizipationsscheine der Zielgesellschaft kotiert sind[1781]. In einem derartigen

---

1772 Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21. Juli 1997, Ziff. II.3; Iffland/Vaisy (2000), S. 133; Gotschev/Staub (2006), S. 273 f.; Kunz (1999), S. 186, kritisiert diese Lösung; m.E. ist diese aber folgerichtig, da der Anbieter, der die Kontrolle über die Zielgesellschaft errungen hat, indirekt auch die Kontrolle über die von der Zielgesellschaft selbst gehaltenen Aktien ausübt; ebenso Kunz (2001), S. 676.

1773 Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21. Juli 1997, Ziff. II.2; Tschäni (2003a), S. 379. Gotschev (2005), S. 297 ff.; Gotschev/Staub (2006), S. 273 f.; zum Begriff der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, Ziff. III.F.3.3.2.

1774 Tschäni (2003a), S. 379; a.M. Gotschev/Staub (2006), S. 274; Schärer/Zeiter (2003), S. 43, die der Ansicht sind, dass der Zeitpunkt des Urteils entscheidend ist. Diese Ansicht ist m.E. unrichtig, da der Besitz von 98% eine Voraussetzung der Klage ist. Überdies muss dieser Grenzwert nach dem Gesetzestext innert der drei Monaten nach Ablauf der Nachfrist erreicht werden muss; eine Frist, die im Zeitpunkt des Urteils typischerweise schon lange abgelaufen ist. Die Auseinandersetzung über den Zeitpunkt, in dem der Grenzwert von 98% erreicht werden muss, dürfte daher in der Praxis kaum je eine Bedeutung haben.

1775 Kunz (1999), S. 187.

1776 Rampini/Reiter, BSK, N. 15 zu Art. 33 BEHG; Schärer/Zeiter (2003), S. 60 f.

1777 Köpfli (1998), S. 60; Tschäni (2003a), S. 379; Gotschev/Staub (2006), S. 274 f.

1778 Vgl. dazu vorne Ziff. III.D.4.3.2.

1779 Gotschev/Staub (2006), S. 275.

1780 Vgl. Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21. Juli 1997, Ziff. II.1; Schärer/Zeiter (2003), S. 59.

1781 Z.B. Loeb.

Fall könnte ein Anbieter, der die nicht kotierten Aktien erwirbt, nach diesem Kauf ein unattraktives Angebot für die Partizipationsscheine machen und darauf unabhängig vom Resultat dieses Angebotes das Kraftloserklärungsverfahren einleiten, da er die Grenze von 98% bereits durch den Erwerb der stimmberechtigten Aktien erreicht hat. Ein derartiges Vorgehen würde dem Zweck des Kraftloserklärungsverfahrens widersprechen; dieses soll dem Anbieter ermöglichen, nach einem öffentlichen Angebot, das von der überwältigenden Mehrheit der Aktionäre angenommen wird, die wenigen verbleibenden Aktien auch noch zum Angebotspreis zurückzukaufen[1782]. Dieser Gesetzeszweck würde missachtet, wenn in derartigen Verhältnissen bezüglich des Grenzwertes von 98% allein auf die Stimmrechte abgestellt würde, da dann ein Kraftloserklärungsverfahren möglich wäre, ohne dass das öffentliche Angebot von irgendeinem Inhaber kotierter Titel angenommen worden ist. In Fällen, in denen nur Partizipationsscheine kotiert sind, ist daher eine analoge Anwendung von Art. 33 BEHG sachgerecht; der Erwerber kann das Kraftloserklärungsverfahren in diesem Sinne erst einleiten, wenn er 98% des gesamten Kapitals hält, sodass sowohl die Aktien wie auch die Partizipationsscheine in die Berechnung dieses Grenzwertes einbezogen werden[1783].

6.2 Umfang der Kraftloserklärung

Die Kraftloserklärung muss sich immer auf sämtliche ausstehenden Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft beziehen, die nicht vom Anbieter, von Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, oder von der Gesellschaft selbst[1784] gehalten werden[1785]. Die Kraftloserklärung umfasst in diesem Sinne kotierte und nicht kotierte Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft einschliesslich aller Beteiligungspapiere, die kein Stimmrecht vermitteln, wie Partizipationsscheine, Genussscheine, Wandelanleihen oder Optionen[1786]. Diese umfassende Wirkung des Kraftloserklärungsverfahrens, die über die kotierten Beteiligungspapiere hinausgeht, ergibt sich einerseits aus dem Wortlaut von Art. 33 BEHG, andererseits aber auch aus dem Zweck dieser Bestimmung: Sie soll dem Anbieter ermöglichen, 100% der Zielgesellschaft zu beherrschen, und nicht die Möglichkeit geben, selektiv einzelne Aktionäre oder Aktionärsgruppen von der Gesellschaft auszuschliessen[1787].

1782 Vgl. Mitteilung Nr. 3 der EUK vom 21. Juli 1997, die in derartigen Fällen von einem möglichen Rechtsmissbrauch spricht.

1783 Vgl. Wey (2002), S. 204 und das von ihr zitierte Urteil des Amtsgerichtes Luzern-Stadt vom 17. April 2001.

1784 D.h. alle Aktien, die nicht von Personen gehalten werden, die in die Berechnung der 98% einbezogen werden.

1785 Rampini/Reiter BSK, N. 18 zu Art. 33 BEHG; Köpfli SJZ, S. 61 f.

1786 Rampini/Reiter BSK, N. 18 zu Art. 33 BEHG; Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21. Juli 1997; Tschäni (2003a), S. 381.

1787 Köpfli (1998), S. 61; Schärer/Zeiter (2003), S. 58, die aus dem Wortlaut von Art. 33 Abs. 1 BEHG („Verfügt der Anbieter… so kann er …“ folgern, dass der Anbieter frei darüber entscheiden kann, auf welche Beteiligungspapiere die Zielgesellschaft sich die Kraftloserklärung beziehen soll. M.E. ist diese Auffassung unrichtig, da der Anbieter zwar darüber entscheiden kann, ob er ein Kraftloserklärungsverfahren durchführen will. Wenn er dieses durchführt, so bezieht sich dieses nach dem Wortlaut dieser Bestimmung aber auf die „restlichen Beteiligungspapiere“ und umfasst daher alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft im Sinne von Art. 2 UEV.

Die Ansicht von Schiltknecht und Köpfli[1788], dass der Anbieter Partizipations- und Genussscheine von der Kraftloserklärung ausschliessen könne, ist m.E. unzutreffend, da sich der Text von Art. 33 BEHG auf alle „restlichen Beteiligungspapiere" bezieht und unter diesem Begriff gemäss Art. 2 UEV auch Partizipationsscheine und Genussscheine fallen. Die Formulierung von Art. 33 Abs. 1 BEHG, dass der Anbieter ein Kraftloserklärungsverfahren durchführen „kann", bezieht sich entgegen Schiltknecht und Köpfli[1789] nicht auf den Umfang des Angebotes, sondern nur auf die grundsätzliche Möglichkeit des Kraftloserklärungsverfahrens, d.h., der Anbieter kann zwar entscheiden, ob er ein Kraftloserklärungsverfahren durchführen will, nicht aber, welche der noch ausstehenden Beteiligungsrechte von diesem Verfahren erfasst werden sollen, da der Umfang der Kraftloserklärung von Art. 33 BEHG bestimmt wird. Das Konzept, dass das Kraftloserklärungsverfahren alle Beteiligungspapiere umfassen muss, entspricht auch dem Gebot des Anlegerschutzes, da es sonst dem Anbieter möglich wäre, die Kraftloserklärung auf Beteiligungspapiere mit Stimmrecht zu beschränken und stimmrechtslose Beteiligungspapiere als billiges und weitgehend rechtloses Eigenkapital zur weiteren Finanzierung der Zielgesellschaft zu benützen.

6.3 Verfahren

Will der Anbieter die noch ausstehenden Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft kraftlos erklären lassen, so muss er beim zuständigen Gericht am Sitz der Zielgesellschaft[1790] Klage gegen die Zielgesellschaft einleiten[1791] und im Gerichtsverfahren die Voraussetzungen für die Kraftloserklärung beweisen[1792]. Bei der Prüfung dieser Voraussetzungen gilt die Offizialmaxime, d.h., der Richter muss sich aufgrund entsprechender Beweismittel selbst davon überzeugen, dass die Voraussetzungen für die Kraftloserklärung erfüllt sind; die Anerkennung der Sachverhaltsdarstellung der Klägerin durch die Zielgesellschaft genügt nicht. Da die Voraussetzungen für die Kraftloserklärung nicht dem Schutz der Zielgesellschaft dienen, sondern die Minderheitsaktionäre vor einem unberechtigten Entzug der Aktionärsrechte schützen sollen, muss die Frage, ob diese Voraussetzungen erfüllt sind, der Disposition der Zielgesellschaft entzogen sein[1793].

1788 Schiltknecht BSK, (1. Aufl.), N. 11 zu Art. 33 BEHG; Köpfli (1998), S. 61 f.

1789 Schiltknecht BSK, (1. Aufl.), N. 11 zu Art. 33 BEHG; Köpfli (1998), S. 61 f.

1790 Art. 30 GestG; Gotschev/Staub (2006), S. 275.

1791 Vgl. Entscheid des Kantonsgerichtes Zug vom 6. Januar 2005 i.S. Carlton Holding/Clair Finanz; AJP 2005, S. 496 ff.; vgl. Böckli (2004), S. 739; Tschäni (2003a), S. 381; Köpfli (1998), S. 62 f.; Kunz (1999), S. 188.

1792 Durchführung und Abschluss eines öffentlichen Übernahmeangebotes für die Zielgesellschaft, Erreichung des Grenzwertes von 98% der Stimmrechte, Einhaltung der Frist von drei Monaten.

1793 Schärer/Zeiter (2003), S. 45; vgl. zur Unzulässigkeit der Anerkennung bei aktienrechtlichen Gestaltungsklagen im Allgemeinen BGE 80 I 390; BGE 122 II 283 f.; a.M. Kunz (1999), S. 189, der die Ansicht vertritt, dass die Aktionäre selbst ihre Interessen durch Beitrag zum Verfahren zu wahren haben und deshalb eine Anerkennung – solange sie nicht von einem dem Prozess beigetretenen Minderheitsaktionär bestritten wird – genügt.

Das Gericht muss den Eingang der Klage gemäss Art. 55 BEHV dreimal im „Schweizerischen Handelsamtsblatt“ veröffentlichen und den Aktionären der Zielgesellschaft die Möglichkeit geben, dem Verfahren beizutreten[1794]. Aufgrund dieser Mitteilung können die übrigen Aktionäre zwar dem Gerichtsverfahren als Nebenintervenienten beitreten[1795], ihre Rechte im Verfahren sind aber in materieller Hinsicht sehr beschränkt. Die Aktionäre können in diesem Verfahren letztlich nur geltend machen, dass die Voraussetzungen für das Kraftloserklärungsverfahren nicht erfüllt sind, weil z.B. der Anbieter gar nicht 98% der Stimmrechte besitzt oder die Dreimonatsfrist bei Einleitung des Verfahrens bereits abgelaufen ist[1796]. Die Aktionäre haben im Kraftloserklärungsverfahren aber keine Möglichkeit, die Angemessenheit des Angebotspreises zu beanstanden, sondern müssen diesen – sofern die Bedingungen für die Kraftloserklärung erfüllt sind – ohne Einspruchsmöglichkeiten akzeptieren, da Art. 33 Abs. 2 BEHG ausdrücklich die Zahlung des Angebotspreises und nicht die Ermittlung eines „angemessenen“ Preises vorsieht[1797]. Der Gesetzgeber hat auf die Überprüfung des Preises bei der Kraftloserklärung verzichtet, da die Annahme dieses Preises durch über 98% der Aktionäre als „Tatbeweis“ für die Angemessenheit dieses Preises gilt. Problematisch ist die Kraftloserklärung gegen Auszahlung des Angebotspreises allerdings dann, wenn der Anbieter bereits vor dem Angebot 98% der Aktien der Zielgesellschaft hielt und das Angebot nur machte, um ein Kraftloserklärungsverfahren durchführen zu können[1798]. In einem derartigen Fall muss der Richter m.E. den Preis auf seine Angemessenheit überprüfen können, da der Anbieter zur Erfüllung der Bedingungen für die Kraftloserklärung nicht darauf angewiesen ist, dass ihm im Rahmen dieses Angebotes zusätzliche Aktien angedient werden[1799], und den Angebotspreis daher beliebig tief ansetzen kann, um die Kosten des Kraftloserklärungsverfahrens möglichst niedrig zu halten.

6.4 Kraftloserklärung und Auszahlung des Angebotspreises

Sind die Voraussetzungen für die Kraftloserklärung erfüllt, erklärt das Gericht die Beteiligungspapiere der restlichen Aktionäre für kraftlos, wodurch diese Aktionäre die mit den betreffenden Beteiligungspapieren verbundenen Vermögens- und Mitgliedschaftsrechte verlieren. Das Urteil betreffend Kraftloserklärung ist gemäss Art. 55 Abs. 4 BEHV im „Schweizerischen Handelsamtsblatt“ zu veröffentlichen und gilt für sämtliche Inhaber von Beteiligungspapieren der Gesellschaft[1800]. Die Zielgesellschaft gibt darauf die entsprechenden

---

1794 Rampini/Reiter BSK, N. 28 zu Art. 33 BEHG; Köpfli (1998), S. 63; Gotschev/Staub (2006), S. 276.

1795 Wey (2002), S. 203; Bernet (1998), S. 248 f.: Kunz (2001), S. 684 f.; Schärer/Zeiter (2003), S. 45.

1796 Kunz (1999), S. 189 f.; Bernet (1998), S. 249.

1797 Schärer/Zeiter (2003), S. 46.

1798 Diese Situation gab es z.B., in dem in der Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appétit dargestellten Fall: Rewe hielt bereits vor der Durchführung des Angebotes 99,02% und machte das Angebot nur, um nachher das Kraftloserklärungsverfahren durchführen zu können.

1799 In diesem Sinne fehlt es in dieser Konstellation auch am oben erwähnten „Tatbeweis“ der Aktionäre der Zielgesellschaft, der es rechtfertigt, auf den Angebotspreis abzustellen.

1800 Schärer/Zeiter (2003), S. 48; Rampini/Reiter BSK, N. 31 zu Art. 33 BEHG.

Beteiligungspapiere dem Anbieter erneut aus, der damit alle Rechte aus den betreffenden Beteiligungspapieren erwirbt[1801]. Der Anbieter wird dagegen durch das Urteil verpflichtet, den Eigentümern der kraftlos erklärten Beteiligungspapiere den Übernahmepreis zu bezahlen bzw. die in einem öffentlichen Tauschangebot angebotenen Titel zu übergeben[1802]. Soweit sich das Kraftloserklärungsverfahren auf Beteiligungspapiere bezieht, die nicht Gegenstand des öffentlichen Angebotes waren, da sie nicht kotiert waren, ergibt sich die Gegenleistung des Anbieters nicht aus dem Angebot selbst, sondern muss vom Gericht in Anwendung von Art. 9 UEV, d.h. im Sinne der relativen Gleichbehandlung der verschiedenen Kategorien von Aktien, festgelegt werden[1803].

6.5 Die Fusion von Anbieter und Zielgesellschaft als Alternative zum Kraftloserklärungsverfahren

6.5.1 Fusion mit Aktientausch oder Barabgeltung

Wenn der Anbieter weniger als 98% der Aktien der Zielgesellschaft hält, so kann er die Minderheitsaktionäre durch eine Fusion beseitigen. Eine derartige Fusion wird normalerweise als Absorbtionsfusion im Sinne von Art. 3 Abs. 1 lit. a FusG strukturiert, bei der die Anbieterin die Zielgesellschaft übernimmt[1804]. Die entsprechende Fusion kann in folgenden Formen durchgeführt werden:

– Fusion mit Aktientausch

  Bei der Fusion mit Aktientausch erhalten die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft Aktien der übernehmenden Gesellschaft[1805], wobei das Tauschverhältnis gemäss Art. 7 Abs. 1 FusG dem Wert der betreffenden Gesellschaften entsprechen muss[1806]. Durch eine derartige Fusion werden die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft zu Aktionären des Anbieters. Auf diese Weise können die Interessenkonflikte zwischen dem An-

---

1801 Küng/Huber/Kuster(1998), N. 18 zu Art. 33 BEHG; Tschäni (2003a), S. 381; Bernet (1998), S. 249 f.

1802 Köpfli (1998), S. 62; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 14 zu Art. 33 BEHG; Kunz (1999), S. 182. Zur Abwicklung der Kraftloserklärung im Einzelnen Schärer/Zeiter (2003), S. 49 ff.

1803 Rampini/Reiter BSK, N. 22 zu Art. 33 BEHG; vgl. zur relativen Gleichbehandlung von verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren bzw. zur Bewertung der unterschiedlichen Rechte derartiger Kategorien vorne Ziff. III.D.4.4.

1804 Reutter/Hoch Classen (2008), S. 382. Eine Alternative zur direkten Fusion mit der Anbieterin ist die Fusion mit einer Tochtergesellschaft der Anbieterin. Diesen Weg wählte die Georg Fischer, die nach dem öffentlichen Angebot für Agie-Charmilles eine Fusion durchführte, bei der eine Tochtergesellschaft der Georg Fischer die Agie-Charmilles durch Absorptionsfusion übernahm. Vgl. dazu Empfehlung der UEK vom 29. August 2006 i.S. Agie-Charmilles.

1805 Reutter/Hoch Classen (2008), S. 383; vgl. für ein Beispiel eines derartigen Vorgehens Fusion zwischen SPS Swiss Prime Site AG und Maag Holding AG: Die SPS hatte im Januar 2005 den Aktionären der Maag ein Übernahmeangebot unterbreitet und hielt nach diesem Angebot und dem Kauf einiger grosser Minderheitspositionen rund 86% der Maag-Aktien. Nach dieser Transaktion übernahm die SPS die Maag in einer Fusion, bei der die Aktionäre der Maag SPS-Aktien erhielten; dazu im Einzelnen: Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Maag.

1806 Burckhardt, ZK, N. 1 ff. zu Art. 7 FusG; von der Crone/Gerspach/Kessler/Dietrich/Berlinger (2004b), S. 58.

bieter und den Minderheitsaktionären der Zielgesellschaft, die eine vollständige Integration der Zielgesellschaft in den Anbieter verhindern können, beseitigt werden. Der Anbieter, der eine derartige Lösung wählt, muss allerdings bereit sein, die betreffenden Minderheitsaktionäre in das eigene Aktionariat aufzunehmen, was normalerweise kein Problem ist, wenn der Anbieter selbst eine Publikumsgesellschaft ist[1807].

Eine Fusion mit Aktientausch muss von den Generalversammlungen des Anbieters wie auch von der Generalversammlung der Zielgesellschaft gemäss Art. 18 FusG mit einer Mehrheit von je zwei Dritteln der vertretenen Stimmen genehmigt werden. An der Generalversammlung der Zielgesellschaft kann der Anbieter die Aktien, die er im vorgängigen Angebot erworben hat, selber zur Abstimmung bringen. Daher ist es dem Anbieter möglich, diese qualifizierte Mehrheit auch ohne Zustimmung der übrigen Aktionäre zu erreichen, wenn er nach Vollzug des öffentlichen Angebotes zwei Drittel der Aktienstimmen besitzt[1808].

– Barfusion

Gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG kann mit einer Mehrheit von 90% der gesamten Stimmen[1809] eine Fusion beschlossen werden, bei der die Minderheitsaktionäre keine Aktien der übernehmenden Gesellschaft, sondern einen Barbetrag erhalten, der gemäss Art. 7 Abs. 1 FusG dem „wirklichen Wert" der Aktien der übernommenen Gesellschaft entspricht[1810]. Die Barfusion führt dazu, dass die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft ihre Aktionärsstellung verlieren und – im Gegensatz zur Fusion mit Aktientausch – auch nicht Aktionäre des Anbieters werden[1811]. Um eine derartige Barfusion ohne Zustimmung der übrigen Aktionäre durchzuführen, muss der Anbieter nach dem öffentlichen Angebot allerdings 90% der Aktien der Zielgesellschaft halten.

Für die Durchführung der Fusion müssen die Regeln des Fusionsgesetzes (Art. 3 Ff. FusG) eingehalten werden[1812]. Das Problem einer Fusion liegt allerdings weniger in den relativ komplizierten Schritten zur Vorbereitung und Durch-

---

1807 Schärer/Zeiter (2003), S. 64 ff.

1808 Um eine derartige Fusion sicherzustellen, wird das Angebot sehr häufig unter die Bedingung gestellt, dass dem Anbieter mindestens zwei Drittel der Aktien der Zielgesellschaft angedient werden.

1809 Trotz des Wortlautes von Art. 18 Abs. 5 FusG muss bei einer Aktiengesellschaft auf die Zahl der Aktienstimmen und nicht auf die Zahl der Aktionäre abgestellt werden, da die Aktiengesellschaft nicht personen-, sondern kapitalbezogen ist; Jermini, Stämpflis Handkommentar, N. 12 zu Art. 18 FusG; Schleiffer, BSK, N. 37 zu Art. 18 FusG m.w.H.

1810 Gotschev/Staub (2006), S. 277; Tschäni/Papa, BSK, N. 18 zu Art. 8 FusG; Burckhardt, ZK, N. 11 zu Art. 8 FusG; Reutter/ Hoch Classen (2008), S. 382.

1811 Vgl. für ein Beispiel einer derartigen Transaktion: Barfusion zwischen der Agie Charmilles und einer Tochtergesellschaft der Georg Fischer, die durchgeführt wurde, nachdem die Georg Fischer in einem öffentlichen Angebot über 90% der Aktien der Agie-Charmilles erhalten hatte, Empfehlung der UEK vom 29. August 2006 i.S. Agie Charmilles.

1812 Dazu im Einzelnen Gotschev/Staub (2006), 278 ff., mit weiteren Verweisen.

führung einer derartigen Transaktion, sondern vor allem in der Überprüfungsklage im Sinne von Art. 105 FusG[1813]. Mit dieser Klage kann jeder Aktionär der übernommenen sowie auch der übernehmenden Gesellschaft geltend machen, dass das Austauschverhältnis nicht dem wirklichen Wert der beiden Unternehmen entspricht, und zum Ausgleich eine Zahlung an die benachteiligten Aktionäre verlangen[1814]. Wird eine derartige Überprüfungsklage eingereicht, so tragen die fusionierte Gesellschaft und ihre Aktionäre während der gesamten Verfahrensdauer das Risiko, dass der Wert des Unternehmens bzw. der Aktien durch eine derartige Ausgleichszahlung verringert wird, was während der Dauer des Verfahrens Kapitalmarkttransaktionen verunmöglichen kann[1815].

6.5.2 Die Anwendung der Best-Price-Regel

Wird innert sechs Monaten nach Abschluss der Nachfrist eines öffentlichen Angebotes eine Fusion durchgeführt, so fällt die Fusion unter die Best-Price-Regel[1816], d.h., wenn im Rahmen einer Barfusion oder einer Fusion mit Aktientausch den Aktionären der Zielgesellschaft ein Preis gewährt wird, der über dem Angebotspreis[1817] liegt, so muss der Anbieter diesen höheren Preis gemäss Art. 10 UEV sämtlichen Aktionären bezahlen, die das Angebot angenommen haben. Bei einer Barfusion wird für die Best-Price-Regel auf den Barbetrag abgestellt, der den Aktionären der Zielgesellschaft im Rahmen der Fusion ausbezahlt wird. Bei einer Fusion mit Aktientausch müssen dagegen die Aktien bewertet werden, welche die Aktionäre der Zielgesellschaft in der Fusion erhalten. Gemäss der Praxis der Übernahmekommission erfolgt die entsprechende Bewertung zu den Kursen im Zeitpunkt, in dem der Fusionsvertrag abgeschlossen wird. In Analogie zu Art. 40 BEHV-FINMA wird dabei auf den volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor dem Abschluss des Fusionsvertrages abgestellt[1818]. Die Best-Price-Regel kommt im Übrigen auch nach Ablauf der vorne erwähnten Sechs-Monate-Frist zur Anwendung, wenn die nachfolgende Übernahme durch Fusion bereits im Zeitpunkt des öffentlichen Angebotes geplant worden war. Eine derartige Situation liegt insbesondere vor, wenn der Anbieter die Fusion bereits im Angebots-

---

1813 Meier-Dieterle, ZK, N. 10 zu Art. 105 FusG; von der Crone/Gerspach/Kessler/Dietrich/Berlinger (2004b), S. 398 ff.; Vischer/Gnos (2006), S. 792, mit weiteren Hinweisen; Gotschev/Staub (2006), S. 279.

1814 Im Einzelnen zu dieser Klage Bürgi/Glanzmann, Stämpflis Handkommentar, N. 12 zu Art. 105 FusG; Dubs, BSK, N. 1 ff. zu Art. 105 FusG; diese Klage ist insofern äusserst problematisch, als sie zu sehr hohen Ausgleichszahlungen führen kann: dazu im Einzelnen Schenker (2004), S. 779; Schenker (2007), S. 161.

1815 Vgl. dazu im Einzelnen Schenker (2007), S. 160 f.:Ttatsächlich wurden bei den bisher durchgeführten Fusionen kotierter Gesellschaften praktisch in jedem Fall Überprüfungsklagen angedroht und in mehreren Fällen auch eingeleitet. Die Einleitung einer derartigen Klage ist für die betreffenden Aktionäre sehr attraktiv, da die Verfahrenskosten auch bei einer Niederlage des Klägers gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG in der Regel vom fusionierten Unternehmen bezahlt werden müssen.

1816 Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Maag (E1.1); zur Best-Price-Regel im Einzelnen: Ziff. III.D.4.3.

1817 Sofern es sich beim Angebot um ein Tauschangebot handelt, so ist der Gegenwert der zum Tausch angebotenen Aktien am letzten Tag der Nachfrist massgebend.

1818 Empfehlung der UEK vom 9. März 2005 i.S. Maag (E.1.2).

prospekt oder aber in seinen übrigen Verlautbarungen, die er im Zusammenhang mit seinem Angebot gemacht hat, in Aussicht stellte.

H. KONKURRIERENDE ANGEBOTE

1. Angebotswettbewerb und Konkurrenzangebote

Bei einer attraktiven Zielgesellschaft ist es möglich, dass gleichzeitig mehrere potentielle Anbieter ein Übernahmeangebot unterbreiten. Ein derartiger Bieterwettbewerb ist letztlich der stärkste Ausdruck des vorne in Ziff. I.1 dargestellten Marktes für Unternehmenskontrolle[1819]. Konkurrenzangebote führen aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft zu einer Erhöhung des Preises, den sie bei der Abwicklung des erfolgreichen Angebotes erhalten[1820]. Aus dem Blickwinkel der Allokationsfunktion des Marktes für Unternehmenskontrolle führt der Bieterwettbewerb dagegen dazu, dass der Anbieter die Kontrolle erringt, der bei der Zielgesellschaft das grösste Wertsteigerungspotential sieht bzw. sich zutraut, den höchsten Wert zu realisieren[1821]. Damit ist ein Angebotswettbewerb sowohl aus der Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft als auch der Zielgesellschaft selber positiv.

Ein direkter Wettbewerb zwischen öffentlichen Angeboten ist in der Schweiz allerdings selten[1822]. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Übernahmen in der Schweiz häufig nicht mit dem öffentlichen Angebot entschieden werden, sondern oft bereits vor dem eigentlichen Angebot, indem der Anbieter ausserhalb der Börse Mehrheitspakete oder massgebende Minderheitspakete erwirbt, die ihm gegenüber einem Konkurrenten einen uneinholbaren Vorsprung geben[1823]. Das Pflichtangebot, das gemäss Art. 32 BEHG dem Erwerb der entsprechenden Beteiligung folgt, hat bei diesem Vorgehen nur noch den Zweck, die übrigen Aktien „einzusammeln", löst aber keinen Wettbewerb um die Kontrolle aus.

Entsteht Konkurrenz zwischen verschiedenen öffentlichen Angeboten, so soll der Wettbewerb zwischen den einzelnen Anbietern nach den Vorstellungen des Gesetzgebers möglichst offen sein[1824]. Damit ein aktiver Wettbewerb entstehen kann und sich ein Preis bildet, der möglichst nahe beim Wertpotential

---

1819 Watter/Maizar (2005), S. 4.

1820 Meier-Schatz (1996), S. 122; Bernet (1998), S. 307 f.; Borner (1998), S. 275 ff.

1821 Im Einzelnen dazu vorne Ziff. I.3.2.2.

1822 Bisher kam es bei La Suisse, Holvis, Sopafin, Centerpulse, Axantis, Intersport, Leica, Saia-Burgess, SIG und Bank Linth zu einem Bieterwettbewerb; vgl. die statistische Darstellung der Konkurrenzangebote von 1999–2007 bei Superina (2008), S. 248 ff.; vgl. zu den einzelnen Fällen Watter/Maizar (2005), S. 11 ff.

1823 Vgl. für Beispiele derartiger Transaktionen: Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (Sachverhaltsdarstellung); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (Sachverhaltsdarstellung); Gruber (1996), S. 109 ff.; zum Teil kommt es in Bezug auf den Erwerb derartiger Mehrheitspakete oder massgebender Minderheitspakete vor dem öffentlichen Angebot zu einer Auktion, wobei der Höchstbietende die betreffenden Aktien erwirbt und dann ein öffentliches Angebot macht; ein derartiges Vorgehen führte z.B. im Spätherbst 2005 die Familie Bertarelli durch, die eine Mehrheitsbeteiligung an der Serono hielt.

1824 Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 zu Art. 30 BEHG.

der Zielgesellschaft liegt[1825], soll daher zwischen den Konkurrenzanbietern ein „level playing field" geschaffen werden[1826]. Art. 30 BEHG sieht deshalb als Grundprinzip der Regelung konkurrenzierender Angebote vor, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft unabhängig davon, welches Angebot zuerst gemacht wird, die freie Wahl zwischen konkurrenzierenden Angeboten haben müssen[1827]. Die UEV konkretisiert diese Öffnung des Wettbewerbs über die Unternehmenskontrolle in verschiedenen Bestimmungen. Zentral für die Förderung des Wettbewerbs ist dabei die unten dargestellte Pflicht der Zielgesellschaft Konkurrenzanbieter gleichzubehandeln. Der Wettbewerb wird aber auch dadurch gefördert, dass sich der vollumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor der Publikation des Angebotes, der gemäss Art. 9 Abs. 5 UEV in Verbindung mit Art. 41 BEHV-FINMA für die Berechnung des Mindestpreises massgebend ist, nach dem Datum, an dem das Erstangebot veröffentlicht bzw. vorangemeldet wurde, richtet[1828]. Dies führt dazu, dass Erstangebot und Konkurrenzangebot auch bezüglich des Mindestpreises gleichbehandelt werden.

Obwohl der Bieterwettbewerb dem vom Gesetzgeber verfolgten Marktgedanken am besten entspricht, nimmt die Übernahmekommission gegenüber einer Zielgesellschaft, die bei einem Angebot den Bieterwettbewerb durch die Einleitung einer Auktion fördert, eine zwiespältige Haltung ein. Sie behindert einen derartigen Bieterwettbewerb vor allem dadurch, dass sie in extensiver Auslegung von Art. 35 UEV eine vollständige Dokumentation über das Vorgehen der Zielgesellschaft im Rahmen der Auktion verlangt[1829]. Da die Übernahmekommission der Zielgesellschaft nicht zusichert, dass sie diese Informationen vertraulich behandelt, besteht die Gefahr, dass der Erstanbieter aufgrund seines Akteneinsichtsrechts jede Handlung der Zielgesellschaft und der potentiellen Anbieter, welche von der Zielgesellschaft kontaktiert werden, von vornherein kennt und unterlaufen kann, was eine Auktion faktisch verhindern kann[1830]. Überdies privilegiert die Übernahmekommission im Rahmen der Auslegung des Gleichbehandlungsgebotes von Art. 49 UEV auch den Erstanbieter stark; während sie dem Erstanbieter bezüglich der Information durch die Zielgesellschaft einen Gleichbehandlungsanspruch gegenüber potentiellen Konkurrenzanbietern gewährt, die zwar noch kein Angebot gemacht haben, aber von der Zielgesellschaft kontaktiert wurden, haben diese selbst keinen ent-

---

1825 Vgl. Verfügung der EBK vom 23. Juli 2003 i.S. Incentive (E3.3.2.ff.); Bernet (1998), S. 309.

1826 BGE 2 A. 25/2007 E.3.1.2; Watter/Maizar (2005), S. 9; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202; Böckli (2004), § 7 N. 136 ff.; Romerio/Gerhard (2007), S. 3; Blaas/Barraud (2008), S. 337.

1827 Zobl (1998), S. 60; Tschäni/Oertle, BSK, N. 3 zu Art. 30 BEHG; Aregger/Margiotta (2004), S. 291; Tschäni (2003a), S. 424; vgl. Verfügung der EBK vom 14. Februar 2007 i.S. SIG (E.51); Epper (2008), S. 97 f.

1828 Thévenoz (2009), S. 36 f.

1829 Im Einzelnen Ziff. III.K.4.2.1 hinten.

1830 Vgl. dazu Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG. Zur Kritik an dieser Entscheidung Ziff. III.K.4.2.1, vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 57 f.

sprechenden Gleichbehandlungsanspruch gegenüber dem Erstanbieter, was den Wettbewerb ebenfalls dämpft[1831].

2. Der Begriff des konkurrierenden Angebotes

Die Regeln über konkurrierende Angebote kommen gemäss Art. 48 Abs. 1 UEV nur zur Anwendung, wenn neben einem Erstangebot ein zweites öffentliches Übernahmeangebot im Sinne des Börsengesetzes gemacht wird[1832]. Dies setzt voraus, dass ein zweiter Anbieter bis zum letzten Tag vor Ablauf der Angebotsfrist[1833] ein öffentliches Angebot für die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft veröffentlicht oder zumindest eine formelle Voranmeldung[1834] publiziert[1835]. Gibt ein potentieller Anbieter dagegen nur in informeller Weise der Zielgesellschaft oder dem Publikum seine Absicht bekannt, ein Übernahmeangebot zu machen oder eine Beteiligung aufzubauen, so liegt noch kein konkurrenzierendes Angebot vor[1836]. Daher kann sich ein derartiger potentieller Anbieter auch nicht auf das hinten dargestellte Gleichbehandlungsgebot berufen[1837].

Stehen den Aktionären der Zielgesellschaft neben dem öffentlichen Übernahmeangebot andere Alternativen wie z.B. die Liquidation der Zielgesellschaft oder die Fusion mit einer Drittgesellschaft offen, so kommen die Bestimmungen über Konkurrenzangebote nicht zur Anwendung[1838]. Dies gilt selbst dann, wenn Übernahmeangebot und Alternativtransaktion in wirtschaftlicher Hinsicht letztlich im Wettbewerb miteinander stehen[1839], da die Bestimmungen über Konkurrenzangebote auf die formale Konkurrenz von zwei öffentlichen Angeboten abstellen und andere Formen der Konkurrenz um die Unternehmenskontrolle bzw. die Nutzung der Ressourcen der Zielgesellschaft nicht berücksichtigen.

1831 Dazu im Einzelnen Ziff. III.H.3.1.4.

1832 Küng/Huber/Kuster (1998), N. 4 zu Art. 30 BEHG; Gerhard (2006), S. 220.

1833 Zu dieser Frist und ihre Bedeutung Ziff. III.H.4.1 hinten; ein Angebot, das nachträglich gemacht wird, aber vor Ablauf der Angebotsfrist des Erstangebotes informell angekündigt wird, löst zwar nicht die Rechtswirkungen eines Konkurrenzangebotes aus, kann den Wettbewerb in wirtschaftlicher Hinsicht jedoch stark beeinflussen.

1834 Publiziert ein Konkurrenzanbieter sein Angebot in Form einer Voranmeldung, so wird die Frist zur Einreichung des Angebotes, die sich gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV im Normalfall auf sechs Wochen beläuft, durch Art. 50 Abs. 3 UEV auf fünf Börsentage verkürzt. Diese Verkürzung ist notwendig, um zu verhindern, dass das Angebotsverfahren durch die sechswöchige Frist über Gebühr verlängert wird..

1835 Empfehlung der UEK vom 18. März 2005 i.S. Forbo (E.2.4); Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E.1).

1836 Empfehlung der UEK vom 18. März 2005 i.S. Forbo (E.2.4.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 241; Gerhard (2006), S. 220.

1837 Watter/Maizar (2005), S. 29 f.; Epper (2008), S. 100; vgl. aber hinten in Ziff. III.K.7.2.2 die aktienrechtlichen Verpflichtungen des Verwaltungsrates, der Zielgesellschaft bereits vor der Publikation einer Voranmeldung potentiellen Anbietern eine Due Diligence zu gewähren, wenn er die Annahme eines Erstangebotes empfohlen hat und ein potentieller Zweitanbieter einen höheren Preis in Aussicht stellt.

1838 Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. EIC.

1839 Watter/Maizar (2005), S. 6.

3. Gleichbehandlungspflicht der Zielgesellschaft gegenüber konkurrierenden Angeboten

Die Zielgesellschaft muss gemäss Art. 49 UEV konkurrierende Anbieter gleich behandeln[1840], damit der vom Gesetzgeber in Art. 30 BEHG geforderte freie Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern tatsächlich stattfinden kann und zwischen den einzelnen Konkurrenzanbietern ein „level paying field" geschaffen wird[1841]. Gleichbehandlung im Sinne von Art. 49 UEV verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft allerdings nicht zu Neutralität in der Beurteilung von Angeboten; er kann verschiedene Angebote aufgrund seiner Sicht der Interessen der Zielgesellschaft und ihrer Stakeholder beurteilen und dementsprechend in seinem Bericht unterschiedlich würdigen.[1842] Die Gleichbehandlung bezieht sich in diesem Sinne nicht auf die Gesinnung des Verwaltungsrates[1843], sondern allein auf sein tatsächliches Vorgehen gegenüber einzelnen Anbietern, d.h. vor allem auf die Zurverfügungstellung von Information und den Einsatz von Abwehrmitteln; Böckli spricht daher zutreffend nicht von einer Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates, sondern vom „Fairnessgebot"[1844].

Die Gleichbehandlungspflicht gilt allerdings erst, wenn ein Dritter ein Angebot oder mindestens eine Voranmeldung veröffentlicht hat[1845], da er erst ab diesem Zeitpunkt als Konkurrenzanbieter im Sinne von Art. 48 Abs. 1 UEV betrachtet werden kann[1846]. Dies führt insbesondere dazu, dass ein potentieller Konkurrenzanbieter, der sich überlegt, nach einem Erstangebot ein Konkurrenzangebot zu machen, keinen Zugang zu den Informationen hat, die der Erstanbieter von der Zielgesellschaft erhalten hat[1847]; diesen Zugang erhält er erst, wenn er bereits ein öffentliches Angebot oder mindestens eine Voranmeldung publiziert hat. Diese Regelung ist nicht wettbewerbsfördernd, da normalerweise ein Anbieter sich erst dann zu einer verbindlichen Voranmeldung entscheiden wird, wenn er die entsprechenden Informationen erhalten hat[1848]. Die Konsequenzen dieser börsenrechtlichen Regelung sind aber in der

---

1840 Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. InCentive (E2.3); Romerio/Gerhard (2007), S. 6; Epper (2008), S. 98 f.

1841 Margiotta/Chabloz (2005), S. 209; Watter/Maizar (2005), S. 27; Tschäni (2004b), S. 423; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202; Blaas/Barraud (2008), S. 337.

1842 Vgl. Böckli (2004), S. 723 f.; vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202.

1843 Tschäni/Diem (2008), S. 62; Romerio/Gerhard (2007), S. 3.

1844 Böckli (2004), S. 723; vgl. Bernet (1998), S. 313 f.

1845 Watter/Maizar (2005), S. 29; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202; Romerio/Gerhard (2007), S. 7. Damit sich der Anbieter das Recht zur gleichen Information berufen kann, muss es sich allerdings um ein Angebot handeln, das auch realistische Chancen auf Erfolg hat. Wie hinten in Ziff. III.H.3.1.3 dargestellt, besteht kein Anspruch, wenn die Bedingungen des Angebotes so formuliert sind, dass ein Erfolg ausgeschlossen ist, da dann angenommen werden muss, dass das Angebot nur gemacht wurde, um Einsicht in Informationen über die Gesellschaft zu erhalten. Vgl. Watter/Maizar (2005), S. 28 f.; Romerio/Gerhard (2007), S. 8.

1846 Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i,S. EIC; Blaas/Barraud (2008), S. 338.

1847 Blaas/Barraud (2008), S. 338.

1848 Vgl. City Code on Takeovers and Mergers, Rule 20.2, welche zur Förderung des Wettbewerbs bereits einem „bona fide potential offeror" ein Recht auf gleiche Information einräumt.

Praxis relativ gering, da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aus aktienrechtlichen Gründen einem potentiellen Konkurrenzanbieter, der ein höheres Angebot in Aussicht stellt, eine Due Diligence nicht verweigern kann, wenn er bereits dem Erstanbieter einen derartigen Einblick in die Gesellschaft gewährt hat[1849].

3.1 Anspruch auf gleiche Information / Due Diligence

3.1.1 Der Anspruch auf Information

Die Zielgesellschaft muss im Rahmen des Gleichbehandlungsgebotes gemäss Art. 49 Abs. 1 UEV allen Anbietern die gleichen Informationen zur Verfügung stellen[1850]. Erlaubt daher eine Zielgesellschaft einem Anbieter vor oder nach Publikation des Angebotes bzw. einer Voranmeldung eine Due Diligence oder legt ihm sonst Informationen und Unterlagen offen, die nicht öffentlich zugänglich sind, so muss sie auch anderen Anbietern, die ein Konkurrenzangebot machen, Einblick in die entsprechenden Dokumente und Informationen gewähren[1851]. Um sicherzustellen, dass Konkurrenzanbieter tatsächlich über den gleichen Informationsstand verfügen, müssen einem Konkurrenzanbieter auch Informationen offengelegt werden, die der Erstanbieter nicht bei der eigentlichen Vorbereitung des Übernahmeangebotes, sondern auf anderem Weg von der Zielgesellschaft erhalten hat[1852]. Daher werden z.B. auch die Informationen vom Gleichbehandlungsgebot erfasst, die der Erstanbieter dadurch erhalten hat, dass ein Organ des Erstanbieters Mitglied des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist und deshalb Einblick in die Verwaltungsratsprotokolle und die periodischen Finanzinformationen hatte[1853].

Bei der Planung einer Due Diligence mit einem Erstanbieter bzw. eines Auktionsprozesses muss die Zielgesellschaft aufgrund der Gleichbehandlungspflicht von Anfang an darauf achten, dass sie die Informationen und Dokumente, die sie dem Erstanbieter offenlegt, auch einem späteren Konkurrenzanbieter zeigen muss. Dies führt dazu, dass die Zielgesellschaft normalerweise auch gegenüber einem Erstanbieter, den ihr Verwaltungsrat als freundlichen Anbieter betrachtet, bei der Informationsvermittlung zurückhaltend ist[1854]. Die Gleichbehandlungspflicht zwingt die Zielgesellschaft aber auch dazu, den In-

---

1849 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.2.4.2.

1850 Vgl. Tschäni/Oertle, BSK, N. 24 zu Art. 29 BEHG; Margiotta/Chabloz (2005), S. 209; Werlen (2001), S. 209; Bernet (1998), S. 310.

1851 Watter/Maizar (2005), S. 28; Meier-Schatz (1996), S. 122; Tschäni/Diem (2006), S. 63 f.; vgl. Empfehlung der UEK vom 17. August 2000 i.S. Intersport i.S. vorsorgliche Massnahme (E.1); Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.1); Verfügung der EBK vom 15. August 2003 i.S. InCentive (E.4.2); kritisch dazu Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 211 f. und von der Crone (1996), S. 65 f.

1852 Blaas/Barraud(2008), S. 339; Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.1.2).

1853 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E 2 sowie E 2.3); Verfügung der EBK vom 19. September 2000 i.S. Intersport (E 4); Watter/Maizar (2005), S. 28; Wey/Huber (2001), S. 146; von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 117; Romerio/Gerhard (2007), S. 9; kritisch dazu, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 55.

1854 Vgl. Tschäni/Diem (2008), S. 64; Romerio/Gerhard (2007), S. 8.

formationsfluss bzw. eine Due Diligence genau zu protokollieren, sodass nachgewiesen werden kann, dass einem späteren Konkurrenzanbieter die gleichen Informationen zur Verfügung gestellt werden wie dem Erstanbieter.

3.1.2 Keine Geheimhaltungserklärung für Konkurrenzanbieter

Nach der Praxis der Übernahmekommission muss ein Konkurrenzanbieter für die Zulassung zur Due Diligence keine Geheimhaltungsvereinbarung abschliessen, auch wenn der Erstanbieter eine entsprechende Verpflichtung eingegangen ist; die Übernahmekommission geht davon aus, dass sich aus Art. 49 UEV direkt eine Pflicht zur Geheimhaltung ergibt[1855]. Wenn die Übernahmekommission in einem konkreten Fall Gleichbehandlung bezüglich Informationen anordnet, so auferlegt sie dem betreffenden Konkurrenzanbieter eine strikte Geheimhaltung und verbietet ihm, die von der Zielgesellschaft erhaltenen Informationen an Dritte weiterzugeben[1856].

3.1.3 Ausnahmen von der Gleichbehandlungspflicht

Die Übernahmekommission kann von der Gleichbehandlung bezüglich Information Ausnahmen gewähren, falls die Zielgesellschaft ein überwiegendes Interesse nachweist, das gegen die Offenlegung gewisser Informationen an einen bestimmten Anbieter spricht[1857]. Dieses Interesse kann aber dem Zweck von Art. 49 UEV entsprechend nicht darin liegen, dass die Zielgesellschaft bzw. deren Verwaltungsrat einen bestimmten Anbieter favorisiert; es muss sich um ein objektives Interesse des Unternehmens handeln, das die Übernahmekommission im Rahmen einer Interessenabwägung gewichtiger betrachtet als das Interesse der Konkurrenzanbieter an der Gleichbehandlung[1858]. Ein derartiges Interesse kann sich bei Geschäftsgeheimnissen ergeben; normalerweise genügt zwar die Geheimhaltungspflicht des Konkurrenzanbieters, um die Interessen der Zielgesellschaft zu schützen. Handelt es sich beim Konkurrenzanbieter allerdings um ein Unternehmen, das im Wettbewerb mit der Zielgesellschaft steht, so genügt dieser Schutz nicht, da die Geheimhaltungspflicht die Verwendung im eigenen Betrieb faktisch nicht verhindern kann[1859]. Daher erlaubt die Übernahmekommission bei derartigen Fällen eine Ausnahme von

---

1855 Empfehlung der UEK vom 7. August 2000 i.S. Intersport (E.2); Wey/Huber (2001), S. 146; von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 117. Anders ist die Rechtsprechung allerdings, wenn sich – wie in Ziff. III.H.3.1.4 näher dargestellt - aktuelle und potentielle Anbieter gegenüberstehen und der Erstanbieter sein Recht auf Due Diligence daraus ableitet, dass potentiellen Anbietern eine Due Diligence gewährt worden ist; in diesen Fällen kann nach der Praxis der UEK auch vom Erstanbieter die Unterzeichnung einer entsprechenden Geheimhaltungserklärung verlangt werden: Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG.

1856 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.2; Dispositiv Ziff. 2); diese von der UEK auferlegte Geheimhaltungsverpflichtung steht unter dem Vorbehalt, dass die betreffenden Informationen und Dokumente Beratern sowie Behörden offengelegt werden können; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 56.

1857 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E.2.3); Watter/Maizar (2005), S. 28 f.; Tschäni (2004b), S. 423; Bernet (1998), S. 311; Romerio/Gerhard (2007), S. 10.

1858 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E.2.3).

1859 Vgl. dazu Ziff. III.K.7.2.2.

der Gleichbehandlung, wobei die Zielgesellschaft allerdings die einzelnen Dokumente und Informationen, die von der Offenlegung ausgenommen werden sollen, in ihrem Antrag genau bezeichnen muss und bei jedem dieser Dokumente bzw. bei jeder Information begründen muss, weshalb die eigenen Interessen gefährdet sind. Watter/Maizar (2005)[1860] vertreten im Weiteren die Ansicht, dass einem Konkurrenzanbieter jede Einsicht verwehrt werden kann, wenn der Erstanbieter bereits „fast" eine Kontrollmehrheit hat, da dann vermutet werden müsse, dass das Begehren um Einsichtnahme nur zur Ausforschung und nicht zur Vorbereitung eines Angebotes dient. M.E. kann die Höhe der vorbestehenden Beteiligung des Erstanbieters aber nicht Kriterium für die Ablehnung des Einsichtsrechts sein, da der Konkurrenzanbieter auch dann die Mehrheit erreichen kann, wenn der Erstanbieter „fast" die Kontrollmehrheit hat[1861]. Immerhin muss aber keine Einsicht gewährt werden, wenn aufgrund der Bedingungen, die der Konkurrenzanbieter in seiner Voranmeldung aufgestellt hat, klar wird, dass diese wegen der Beteiligung des Erstanbieters gar nicht erfüllt werden können[1862], da in einem derartigen Fall nicht von einer ernsthaften Übernahmeabsicht ausgegangen werden kann[1863]. Solange sich aus der Voranmeldung bzw. dem Angebot aber eine klare und auch realisierbare Übernahmeabsicht ergibt, besteht ein unbedingtes Recht auf Gleichbehandlung.

3.1.4 Ausdehnung der Gleichbehandlungspflicht auf das Verhältnis von aktuellen und potentiellen Anbietern

Die Übernahmekommission nimmt, wie vorne dargestellt, zwar die Position ein, dass ein potentieller Anbieter, der noch kein Übernahmeangebot publiziert und auch keine Voranmeldung veröffentlich hat, gemäss Art. 49 UEV keinen Anspruch auf Information hat[1864]. Übernahmekommission und Bundesgericht sind aber der Ansicht, dass die Zielgesellschaft einem Anbieter, der ein Angebot bzw. eine Voranmeldung publiziert hat, alle Informationen zukommen lassen muss, die sie potentiellen Anbietern offenlegt, um diese zu einem Konkurrenzangebot zu bewegen[1865]. Diese Offenlegungspflicht besteht unabhängig davon, ob die betreffenden potentiellen Anbieter tatsächlich ein Angebot machen, kann aber davon abhängig gemacht werden, dass der Erstanbieter die

---

1860 Watter/Maizar (2005), S. 28 f.

1861 Bietet der Konkurrenzanbieter einen höheren Preis als der Erstanbieter, so wird der Konkurrenzanbieter trotz der Beteiligung des Erstanbieters eine Mehrheit der Aktien erhalten.

1862 Diese Situation würde dann vorliegen, wenn der Erstanbieter 40% besitzt und der Konkurrenzanbieter sein Angebot unter die Bedingung stellt, dass er mindestens zwei Drittel der Aktien erhält.

1863 Vgl. Romerio/Gerhard (2007), S. 8.

1864 Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E 1.2.4); die UEK begründete diese Entscheidung allerdings allein mit der formalen Definition des Anbieters und ging – entsprechend ihrer börsenrechtlichen Ausrichtung – nicht auf die rein aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ein; dazu Ziff. III.K.7.2.2.

1865 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia (E 2.11.3); Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E.1.2.4). BGE 2A.25/2007 (E.3.2).

gleichen Geheimhaltungsverpflichtungen eingeht wie die potentiellen Anbieter[1866].

Diese einseitige Auslegung des Gleichbehandlungsgebotes zugunsten des Erstanbieters ist verfehlt[1867] und beschränkt zusammen mit der von der Übernahmekommission verlangten vollständigen Offenlegung des Verkehrs der Zielgesellschaft mit potentiellen Anbietern[1868] die Möglichkeit der Zielgesellschaft, nach Publikation einer Voranmeldung bzw. eines öffentlichen Angebotes Wettbewerb zu schaffen.

Die Gleichstellung von aktuellem Anbieter und potentiellem Anbieter ist unrichtig, da ein potentieller Anbieter nicht ein „Anbieter" im Sinne von Art. 49 UEV ist und daher einem direkten Gleichbehandlungsanspruch eine gesetzliche Basis fehlt[1869]. Ein analoger Gleichbehandlungsanspruch ist auch nicht gegeben, da kein Wettbewerbsverhältnis zwischen dem potentiellen Anbieter und dem Erstanbieter existiert, solange der potentielle Anbieter nicht selbst ein Angebot macht und damit zum Anbieter wird. Bis zum Zeitpunkt, in dem der potentielle Anbieter selbst im Markt auftritt, ist sein Informationsstand für den Erstanbieter irrelevant[1870]. Im Zeitpunkt, in dem der potentielle Anbieter in den Wettbewerb eintritt, indem er ein Angebot oder eine Voranmeldung veröffentlicht und so zum Wettbewerber des Erstanbieters wird, hat der Erstanbieter aber auch den direkten Anspruch gemäss Art. 49 UEV auf Offenlegung der Informationen, welche die Zielgesellschaft dem Zweitanbieter übergeben hat, da der potentielle Konkurrenzanbieter nun zum Anbieter im Sinne von Art. 49 UEV geworden ist. Diese Lösung, bei der der Gleichbehandlungsanspruch bezüglich Informationen erst mit dem Angebot bzw. der Voranmeldung des Konkurrenzanbieters entsteht, ist auch aus Sicht der Interessen des Erstanbieters richtig, da die Tatsache, dass die Zielgesellschaft einer Person, die kein Angebot unterbreitet, Informationen offenlegt, keinen Einfluss auf die Position des Erstanbieters hat. Erst wenn der betreffende potentielle Anbieter ein Angebot macht und damit in Wettbewerb mit dem Erstanbieter tritt, beeinflusst dieses Angebot die Position des Erstanbieters. Erst in diesem Moment benötigt der Erstanbieter aber auch zusätzliche Informationen, um abzuklären, ob er sein Angebot erhöhen will[1871]. Eine derartige Lösung, bei der die Gleichbehandlungspflicht erst einsetzt, wenn ein potentieller Anbieter ein Angebot macht, fördert auch den Wettbewerb, da sie es der Zielge-

---

1866 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E.1.2.4); Romerio/Gerhard (2007), S. 7.

1867 Vgl. zur Kritik: Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 57 f. und S. 244; Romerio/Gerhard (2007), S. 7; Gerhard (2006), S. 220; Epper (2008), S. 101 f.

1868 Gemäss dieser Bestimmung ist ein Anbieter nur eine Person, die entweder ein Angebot oder mindestens eine Voranmeldung publiziert; dazu im Einzelnen Ziff. III.H.2.

1869 Blaas/Barraud(2008), S. 337 rechtfertigen daher den Gleichbehandlungsanspruch des aktuellen Anbieters auch damit, dass dieser „Anleger" im Sinne von Art. I BEHG sei und deshalb einen direkten Gleichbehandlungsanspruch habe. Diese Argumentation ist m.E. nicht stichhaltig, da sie völlig darüber hinweg geht, dass sich Art. 49 UEV nach seinem Wortlaut auf das Verhältnis zwischen aktuellen Anbietern beschränkt.

1870 Romerio/Gerhard (2007), S. 7; Epper (2008), S. 101.

1871 Vgl. Romerio/Gerhard (2007), S. 7; Epper (2008), S. 101.

sellschaft und den potentiellen Anbietern erlaubt, den Zeitvorsprung, den den der Erstanbieter hat, mindestens partiell dadurch aufzuholen, dass sie vor diesem eine Due Diligence durchführen. Ist den potentiellen Konkurrenzanbietern dagegen bewusst, dass der Erstanbieter gleichzeitig wie sie selbst Zugang zu den Informationen der Zielgesellschaft hat, hält dies viele Anbieter davon ab, die mit einer Due Diligence verbundenen Kosten auf sich zu nehmen, da sie damit rechnen müssen, dass ihnen der Erstanbieter immer einen Schritt voraus ist und sie deshalb kaum Chancen haben, ein erfolgreiches Angebot zu machen[1872].

Dieser einseitige Gleichbehandlungsanspruch des Erstanbieters gegenüber potentiellen Anbietern ist aber auch aus Sicht der Zielgesellschaft unverhältnismässig: Macht keiner der von ihr angesprochenen potentiellen Anbieter ein Angebot, so wird sie dadurch gezwungen, Informationen an den Erstanbieter offenzulegen, ohne dass es je zu einem Zweitangebot kommt. Die Zielgesellschaft verliert damit ohne Vorliegen eines Zweitangebotes eines ihrer wichtigsten Verteidigungsmittel gegenüber einem unerwünschten Erstanbieter[1873] Dieses Risiko hält viele Zielgesellschaften davon ab, bei Vorlage eines Erstangebotes nach weiteren Anbietern zu suchen[1874].

Das Konzept der „einseitigen Gleichbehandlung“ ist im Übrigen aber schon formal unrichtig; Gleichbehandlung kann immer nur gegenseitig sein; kommt die Übernahmekommission zur Erkenntnis, dass zwei Positionen, nämlich diejenige eines aktuellen und eines potentiellen Anbieters, gleichartig sind und deshalb eine Gleichbehandlung geboten ist, so müssen potentielle und aktuelle Anbieter tatsächlich gleich behandelt werden, d.h., dem potentiellen Konkurrenzanbieter müsste entgegen der heutigen Praxis ebenfalls ein Gleichbehandlungsanspruch bezüglich Information gewährt werden[1875]. Der „Gleichbehandlungs“-Anspruch nur einer Partei widerspricht dagegen dem Grundsatz des Gleichbehandlungsgebotes, dass Gleiches gleich und Ungleiches ungleich zu behandeln ist.

3.2 Gleichbehandlung bei Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft

Entschliesst sich der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft, bestimmte statutarisch mögliche Abwehrmassnahmen, wie insbesondere die Vinkulierung oder Stimmrechtsbeschränkungen, beim Erstanbieter nicht zur Anwendung zu brin-

---

1872 Vgl. Romerio/Gerhard (2007), S. 16.

1873 Wie in Ziff. III.K.5.1.4 dargelegt, ist die Weigerung, einem Anbieter Informationen zu geben bzw. eine Due Diligence durchzuführen, eines der wichtigsten Verteidigungsmittel der Zielgesellschaft.

1874 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 57 f.

1875 Diese Lösung würde auch dem englischen City Code on Takeovers and Mergers entsprechen, der in Rule 20.2 vorsieht, dass jeder „bona fide potential offeror“ Anspruch auf gleiche Informationen hat, womit eine beidseitige Gleichbehandlung sichergestellt wird. Vgl. Romerio/Gerhard (2007), S. 11; nachdem Blaas/Barraud (2008), S. 337, die Entscheidung der UEK damit rechtfertigen, dass der aktuellen Anbieter auch ein „Anleger“ im Sinne von Art. I BEHG sei und deshalb Anspruch auf Gleichbehandlung habe, müsste die Argumentation auch zu einem entsprechenden Anspruch des potentiellen Anbieters führen.

gen bzw. dann nicht zur Anwendung zu bringen, wenn das Angebot des Erstanbieters für eine bestimmte Mindestzahl von Aktien angenommen wird, so muss er nach dem Grundsatz der Gleichbehandlung die gleichen Zusicherungen auch einem Konkurrenzanbieter machen[1876]. Damit gibt ein Verwaltungsrat, der beim Erstanbieter auf gewisse Abwehrmassnahmen verzichtet, derartige Abwehrmassnahmen faktisch vollständig auf und kann sie auch gegenüber Konkurrenzanbietern, die ihm allenfalls wesentlich weniger angenehm sind als der Erstanbieter, nicht mehr geltend machen, weshalb ein vorgängiger Verzicht auch bei freundlichen Angeboten sehr gut überlegt werden muss.

3.3 Gleichbehandlung bezüglich Zusicherungen in Hinsicht auf eigene Aktien und Optionsprogramme

Häufig sichert die Zielgesellschaft dem Erstanbieter zu, dass sie bis zum Vollzug des Angebotes keine eigenen Aktien an Dritte verkaufen und auch keine Kapitalerhöhung vornehmen bzw. Optionen auf eigene Aktien ausgeben wird. Derartige Zusicherungen sind für einen Anbieter wesentlich, da sie die Anzahl der ausstehenden Beteiligungspapiere und damit den gesamten Erwerbspreis, den der Anbieter zahlen muss, beschränken; der Anbieter kann sich aufgrund einer derartigen Zusicherung darauf verlassen, dass bis zum Ablauf der Nachfrist keine weiteren Aktien auf den Markt kommen, die den quantitativen Umfang des Angebotes erhöhen. Diesen Vorteil muss die Zielgesellschaft gemäss dem Gleichbehandlungsgebot auch Konkurrenzanbietern gewähren, weshalb sie diesen ebenfalls die betreffende Zusage abgeben bzw. sich auch gegenüber Konkurrenzanbietern im Sinne dieser Zusicherung verhalten muss.

3.4 Gleichbehandlung bezüglich „Break-up Fees“

Wie in Ziff. III.H.7.2 dargestellt, kann die Zielgesellschaft dem Anbieter für den Fall, dass sein Angebot von einem Konkurrenzanbieter überboten wird oder die Zielgesellschaft bestimmte Bedingungen nicht erfüllt, eine Zahlung zur Deckung seiner Kosten versprechen. Eine derartige Zahlung reduziert das Risiko des Anbieters für den Fall des Misslingens seines Angebotes, da er in diesem Fall keine oder bloss verminderte Kosten tragen muss. Da damit das Angebot des betreffenden Anbieters erleichtert wird, verlangt das Gleichbehandlungsgebot m.E., dass auch einem Konkurrenzanbieter der gleiche Kostenersatz geboten wird, falls er ein höheres Angebot macht als der Erstanbieter[1877].

1876 Dies ergibt sich im Übrigen auch schon aus dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot von Art. 717 Abs. 2 OR; vgl. Bernet (1998), S. 310 ff.

1877 Die UEK hat diese Frage allerdings in ihrer Empfehlung vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess ausdrücklich offengelassen und hatte bisher noch keine Gelegenheit, über diese Frage zu entscheiden; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1203; Epper (2008), S. 153 ff.; Watter/Maizar (2007), S. 133 f.; a.M. zum z.B. Gysi (2007), S. 14 f., der einen Gleichbehandlungsanspruch eines Zweitanbieters verneint, wenn die Zielgesellschaft mit dem Erstanbieter eine Break-up Fee vereinbart hat, gleichzeitig aber einen Gleichbehandlungsanspruch bejaht, wenn mit dem Zweitanbieter eine Break-up Fee vereinbart wird. M.E. ist diese Ansicht nicht richtig, da auch ein Zweitanbieter im Verhältnis zu einem Erstanbieter Anspruch auf Gleichbehandlung hat.

3.5 Gleichartige Empfehlung des Verwaltungsrates?

Das Gleichbehandlungsgebot verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht dazu, bei seiner Empfehlung alle Angebote gleich zu werten bzw. nur nach der Höhe des gebotenen Preises zu beurteilen. Der Verwaltungsrat kann bei seinem Bericht trotz des Gleichbehandlungsgebotes ein Angebot aus Gründen des Unternehmensinteresses oder des Interesses weiterer Stakeholder zur Annahme empfehlen, selbst wenn ein höheres Angebot vorliegt[1878], z.B. weil der vom Verwaltungsrat empfohlene Anbieter verspricht, die Zielgesellschaft weiterzuführen und die Arbeitsplätze zu erhalten. In diesem Sinne verlangt der Gleichbehandlungssatz nur eine Gleichbehandlung bezüglich der für die Durchführung des Angebotes rechtlich relevanten Fragen, nicht aber eine „Gesinnungsneutralität" des Verwaltungsrates. Dieser kann seine Empfehlung vielmehr nach eigenem Ermessen und nach dem von ihm interpretierten Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Stakeholder abgeben[1879]; er ist dabei allerdings an das in Ziff. III.K.4.1.3.1 dargestellte Wahrheitsgebot gebunden und muss daher unterschiedliche Werturteile über die einzelnen Anbieter in vernünftiger Weise begründen können.

Eine „Ungleichbehandlung" bezüglich der Empfehlung des Verwaltungsrates hat im Übrigen kaum Einfluss auf die konkurrierenden Angebote, da letztlich die Aktionäre der Zielgesellschaft allein entscheiden, welches Angebot sie annehmen wollen, und dabei die Argumente des Verwaltungsrates und die von den Anbietern offerierten Preise selbst würdigen können[1880].

3.6 Anspruch auf Abschluss einer Transaktionsvereinbarung?

Im Rahmen des Gleichbehandlungsgebotes stellt sich auch die Frage, ob die Zielgesellschaft verpflichtet ist, mit einem Konkurrenzanbieter eine Transaktionsvereinbarung abzuschliessen, wenn die Zielgesellschaft bereits mit dem Erstanbieter eine derartige Vereinbarung abgeschlossen hat. Diese Frage stellt sich insbesondere dann, wenn die Zielgesellschaft in die Transaktionsvereinbarung mit dem Erstanbieter Klauseln aufgenommen hat, die ihn vor Konkurrenzanbietern schützen, oder sogar eine Break-up Fee vereinbart hat, da der Erstanbieter aufgrund derartiger Bestimmungen einen Vorteil gegenüber Konkurrenzanbietern geniesst.

1878 Böckli (2004), S. 723 f.; Watter/Maizar (2005), S. 29; Tschäni/Diem (2006), S. 62; vgl. Verfügung der EBK i.S. InCentive vom 15. August 2003 (E4.2); a.M. Glatthaar (2007), S. 172, der vom Verwaltungsrat verlangt, dass dieser allein aufgrund des Preises zwischen konkurrierenden Angeboten wählt; diese Ansicht ist m.E. unrichtig, da sie nicht der oben dargestellten breiten Definition des Gesellschaftsinteresses und dem freien Ermessen des Verwaltungsrates in der Feststellung des Gesellschaftsinteresses entspricht. Die Berücksichtigung anderer Interessen und die Empfehlung eines für die Aktionäre ungünstigeren Angebotes ändert im Übrigen nichts daran, dass die Aktionäre selber nach rein finanziellen Präferenzen zwischen den unterschiedlichen Angeboten wählen können.

1879 Romerio/Gerhard (2007), S. 3.

1880 Wie in Ziff. III.K.3.1.4 dargestellt, entscheiden die Aktionäre dabei allein aufgrund des Angebotspreises und nicht aufgrund der Empfehlung des Verwaltungsrates.

Umgekehrt stellt sich für die Zielgesellschaft die Frage, ob sie den Abschluss einer Transaktionsvereinbarung zur Vorbedingung für eine Gleichbehandlung bezüglich Information oder weiterer Zusicherungen machen kann. Diese Frage stellt sich insbesondere dann, wenn die Transaktionsvereinbarung Bestimmungen enthält, die für die Zielgesellschaft oder für deren Arbeitnehmer oder Organe günstig sind, weil z.B. die Aufrechterhaltung von Betrieben und Arbeitsplätzen oder die Übernahme von Verwaltungsrat und Management vorgesehen wird.

M.E. hat weder der Konkurrenzanbieter Anspruch auf Abschluss einer Transaktionsvereinbarung[1881], noch kann die Zielgesellschaft den Abschluss einer derartigen Vereinbarung zur Voraussetzung für die Gleichbehandlung machen[1882]:

- Grundsätzlich widerspricht der Zwang, eine Transaktionsvereinbarung abzuschliessen, der Vertragsfreiheit[1883]. Ein derartiger Eingriff in die Vertragsfreiheit kann im Rahmen des Bieterwettbewerbs nicht gerechtfertigt werden, da sie gegenüber dem Ziel, Wettbewerb aufrechtzuerhalten, unverhältnismässig wäre. Für die Aufrechterhaltung des Wettbewerbs genügt es, dass der Konkurrenzanbieter bezüglich der für sein Angebot relevanten Regelungen der Transaktionsvereinbarung, wie insbesondere bezüglich Information, Abwehrmassnahmen und Break-up Fee, tatsächlich gleich behandelt wird; es ist dagegen nicht notwendig, dass der Anbieter mit der Zielgesellschaft eine Vereinbarung über diese Punkte trifft[1884].

- Die Bestimmungen einer Transaktionsvereinbarung, die sich nicht direkt auf die Bedingungen des Angebotes an die Aktionäre beziehen, sondern auf die Ausrichtung der Zielgesellschaft nach dem Vollzug des Angebotes, sind im Normalfall den individuellen Bedürfnissen der Parteien angepasst. Dies gilt insbesondere bezüglich allfälliger Zusicherungen betreffend Aufrechterhaltung von Betriebsstätten, der Weiterbeschäftigung von Arbeitnehmern und der Übernahme von Organen, die sich im Wesentlichen nach den Verhältnissen und Bedürfnissen der beiden Unternehmen richten. Aufgrund dieser individuellen Ausrichtung der Vertragsbestimmungen ist es unzulässig, dem Konkurrenzanbieter die gleichen Verpflichtungen wie dem Erstanbieter aufzuerlegen, da diese für das Ver-

---

1881 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003, i.S. InCentive (E.2.3); Epper (2008), S. 105.

1882 Tschäni/Diem (2008), S. 99; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 64 f.

1883 Watter/Maizar(2005), S. 33.

1884 In diesem Sinne genügt es, dass die Zielgesellschaft aufgrund des Gleichbehandlungsprinzips direkt die Pflicht hat, den Konkurrenzanbieter in diesen Punkten gleich zu behandeln wie den Erstanbieter. Die übrigen Bestandteile einer Transaktionsvereinbarung, wie insbesondere die Zusicherung der Unterstützung des Angebotes durch den Verwaltungsrat, unterliegen dagegen ohnehin nicht dem Gleichbehandlungsprinzip, weshalb der Konkurrenzanbieter auch keinen Anspruch darauf haben kann, eine Vereinbarung abzuschliessen, die ihm die gleiche Unterstützung sichert wie dem Erstanbieter.

hältnis zwischen Zielgesellschaft und Konkurrenzanbieter eine völlig andere Bedeutung haben können und diesen allenfalls auch wesentlich stärker belasten als den Erstanbieter[1885].

Auch wenn die Zielgesellschaft mit einem Konkurrenzanbieter keine Transaktionsvereinbarung abschliessen muss, kann sich aber aus dem Gleichbehandlungsgebot ergeben, dass die Zielgesellschaft gewisse Zusicherungen, die sie dem Erstanbieter in der Transaktionsvereinbarung gemacht hat, auch gegenüber einem Konkurrenzanbieter einhalten muss. Hat sie dem Erstanbieter in der Transaktionsvereinbarung beispielsweise zugesichert, während der Angebotsfrist keine eigenen Aktien zu verkaufen, die statutarischen Abwehrmassnahmen nicht zur Anwendung zu bringen oder eine Break-up Fee zu bezahlen, so muss sie sich auch gegenüber dem Konkurrenzanbieter im Sinne dieser Zusicherung verhalten[1886].

3.7 Verletzung des Gleichbehandlungsgebotes

Die Verletzung des Gleichbehandlungsgebotes kann je nach Situation unterschiedliche Rechtsfolgen nach sich ziehen:

- Sofern eine Transaktionsvereinbarung zwischen der Zielgesellschaft und einem Anbieter die Anwendung des Gleichbehandlungsgebotes verbietet, ist die betreffende Vertragsklausel nichtig; dabei können sich sowohl Drittparteien, d.h. Konkurrenzanbieter, wie auch die Zielgesellschaft selbst auf die Nichtigkeit berufen. In diesem Sinne ist beispielsweise eine Bestimmung in einer Transaktionsvereinbarung ungültig, die der Zielgesellschaft verbietet, einem Konkurrenzanbieter Informationen zur Verfügung zu stellen[1887].

- Falls eine Bestimmung in einer Transaktionsvereinbarung zwischen Erstanbieter und Zielgesellschaft im oben dargestellten Sinne dem Gleichbehandlungsgebot widerspricht, kann die Übernahmekommission auch die Ungültigkeit der betreffenden Klausel in einer Empfehlung feststellen, um klare Verhältnisse zwischen den Parteien zu schaffen und um so die Ungleichbehandlung zu beseitigen[1888].

- Soweit die Ungleichbehandlung nicht auf einer Vereinbarung basiert, sondern der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft selbst entscheidet, Erstanbieter und Konkurrenzanbieter nicht gleich zu behandeln, kann die

---

1885 Dies trifft insbesondere zu, wenn einer der Konkurrenzanbieter die Möglichkeit hat, durch das Zusammenlegen von Betriebsstätten und die Reduktion des Overheads Synergien zu erzielen, während der Erstanbieter aufgrund einer anderen geschäftlichen Ausrichtung keine derartigen Möglichkeiten hat.

1886 Im Einzelnen dazu Ziff. III.H.3.2 ff.

1887 Epper (2008), S. 105 f.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202.

1888 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. InCentive; Verfügung der EBK vom 23. Juli 2003 i.S. InCentive, wo UEK und EBK eine Bestimmung in einer Vereinbarung zwischen Anbieter und Aktionären der Zielgesellschaft als ungültig erklärten.

> Übernahmekommission eine Empfehlung zur Beseitigung der Ungleichbehandlung erlassen und die Zielgesellschaft zur Gleichbehandlung auffordern. In diesem Sinne kann die Übernahmekommission insbesondere anordnen, dass die Zielgesellschaft einem Konkurrenzanbieter dieselben Informationen zur Verfügung stellt wie dem Erstanbieter[1889].

Führt die Ungleichbehandlung durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dazu, dass ein potentieller Konkurrenzanbieter kein Angebot macht, so können die Aktionäre der Zielgesellschaft einen allfälligen Schaden, d.h. die Differenz zwischen dem tatsächlichen Angebotspreis und dem hypothetischen Angebotspreis, wie er bei Erfüllung der Gleichbehandlungspflicht zustande gekommen wäre, als direkten Schaden gemäss Art. 754 OR gegenüber dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft geltend machen[1890]. Ein derartiger Anspruch ist m.E. deswegen möglich, weil Art. 49 UEV nicht nur die Konkurrenzanbieter schützen soll, sondern vor allem auch die Aktionäre der Zielgesellschaft, welche die Möglichkeit haben sollen, ihre Aktien zu einem Wettbewerbspreis zu verkaufen. Der entsprechende Schaden kann nachgewiesen werden, wenn der konkurrierende Anbieter, dessen Angebot durch die Ungleichbehandlung verhindert wurde, den Preis bekanntgegeben hat, zu dem er bei entsprechender Gleichbehandlung das Angebot gemacht hätte, womit der für die Haftung notwendige Kausalzusammenhang ebenfalls erstellt ist.

Ein Anbieter, dem es wegen einer Verletzung der Gleichbehandlungspflicht nicht gelungen ist, die Zielgesellschaft zu übernehmen, kann seinen Schaden dagegen gemäss Art. 41 OR gegenüber dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft geltend machen. Der Schaden beläuft sich in diesem Fall auf die Differenz zwischen dem Preis, zu dem der Anbieter die Zielgesellschaft ohne Verletzung der Gleichbehandlungspflicht gekauft hätte, und dem Unternehmenswert. Ein derartiger Anspruch dürfte in der Praxis aber kaum durchsetzbar sein, da es äusserst schwierig sein dürfte, nachzuweisen, dass der Unternehmenswert über einem bei Wettbewerbsverhältnissen entstandenen Übernahmepreis liegt. Überdies kann dem betreffenden Konkurrenzanbieter auch entgegengehalten werden, dass ihn der Erstanbieter in einem zweiten Angebot noch einmal überboten hätte und er deshalb die Gesellschaft nie erhalten hätte.

4. Fristenlauf bei konkurrierenden Angeboten

4.1 Frist zur Publikation eines Konkurrenzangebotes

Gemäss Art. 50 UEV muss ein konkurrierendes Angebot bis spätestens am letzten Börsentag vor Ablauf des vorhergehenden Angebotes veröffentlicht

---

1889 Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E.1.2 sowie 2.3); wird eine derartige Empfehlung abgelehnt, so erlässt die EBK eine entsprechende Verfügung, deren Befolgung notfalls erzwungen werden kann. Verfügung der EBK vom 19. September 2000 i.S. Intersport (E4); Romerio/Gerhard (2007), S. 11.

1890 Tschäni (2003a), S. 425; zur Geltendmachung des direkten Schadens vgl. Widmer/Banz, BSK N. 16 f. sowie 24 zu Art. 754 f.

werden[1891]. Dabei genügt die Veröffentlichung einer Voranmeldung[1892], wobei gemäss Art. 50 Abs. 2 UEV der Angebotsprospekt allerdings innter fünf Börsentagen nach Publikation der Voranmeldung zu veröffentlichen ist. Die Verkürzung der Frist für die Veröffentlichung eines Angebotes, die sich ausserhalb einer Konkurrenzsituation auf sechs Wochen beläuft[1893], ist bei konkurrierenden Angeboten sachlich gerechtfertigt, da sich das Verfahren durch die sechswöchige Frist sonst übermässig verlängern würde. Die Übernahmekommission kann allerdings gemäss Art. 50 Abs. 2 UEV die fünftägige Frist aus wichtigen Gründen verlängern. Bei der Entscheidung über eine derartige Verlängerung muss die Übernahmekommission das Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft an einem höheren Angebot gegenüber den Interessen der Zielgesellschaft und des Erstanbieters an einer zügigen Abwicklung des Verfahrens abwägen. Falls sachliche Gründe für die Verlängerung sprechen, sollte die Verlängerung gewährt werden, da eine derartige Entscheidung nicht nur den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft entspricht, sondern auch den Wettbewerb zwischen Anbietern ermöglicht, was beides der Zielsetzung der Übernahmeregeln entspricht.

Wird ein Konkurrenzangebot nach Ablauf dieser Frist veröffentlicht, so entfaltet es dennoch alle gesetzlichen Wirkungen eines öffentlichen Übernahmeangebotes. Ein derartiges Angebot hat – da es nicht mehr in der Frist für Konkurrenzangebote veröffentlicht wird – aber nicht die rechtlichen Auswirkungen, die ein konkurrierendes Angebot hat[1894]. Dies hat vor allem die Konsequenz, dass der neue Anbieter keinen Anspruch auf Gleichbehandlung durch die Zielgesellschaft hat und dass die Aktionäre der Zielgesellschaft, welche das erste Angebot angenommen haben, ihre Annahme nicht widerrufen können. Ein verspätetes Konkurrenzangebot oder auch nur schon eine Voranmeldung innerhalb der Angebotsfrist des Erstanbieters haben allerdings eine starke faktische Wirkung auf das Erstangebot; die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Erstangebot noch nicht angenommen haben, werden nicht dieses, sondern vielmehr das höhere Zweitangebot annehmen bzw. bei einer blossen Voranmeldung des Zweitangebotes auf die Publikation des verbindlichen Zweitangebotes warten. Die Hoffnung, dass in „letzter Minute“ ein Dritter doch noch ein höheres Zweitangebot publiziert bzw. ankündigt, führt in der Praxis heute auch dazu, dass die meisten Aktionäre der Zielgesellschaft ein Angebot immer nur am letzten Tag der Angebotsfrist annehmen, sodass

---

1891 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 94; bis zum 31.12.2008 musste ein Konkurrenzangebot dagegen bis zum dritten Tag vor Ablauf der Angebotsfrist des Erstangebotes veröffentlicht werden; vgl dazu Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 30. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E1); Watter/Maizar(2005), S. 42. Besteht bereits eine Konkurrenzsituation und sind dadurch die Fristen für das ganze Angebotsverfahren bereits verlängert worden, so kann die UEK auch einen früheren Termin für zusätzliche Konkurrenzangebote festlegen; vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse/InCentive (E.3); vgl. Aregger/Margiotta (2004), S. 293.

1892 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. August 2000 i.S. Intersport (E.1) sowie Empfehlung der UEK vom 7. Dezember 2000 i.S. Axantis (E.1).

1893 Dazu Ziff. III.E.1.3.1.

1894 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 240.

ein derartiges Zweitangebot trotz Verspätung sehr gute Chancen auf Erfolg hat.

4.2 Verlängerung der Angebotsfrist

Veröffentlicht der Konkurrenzanbieter ein öffentliches Angebot, so muss der Fristablauf von Erst- und Konkurrenzangebot so koordiniert werden, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft unabhängig von der Reihenfolge, in der die Angebote veröffentlicht wurden, zwischen den einzelnen Angeboten frei wählen können[1895]. Die Annahmefrist des konkurrierenden Angebotes dauert daher gemäss Art. 50 Abs. 3 UEV grundsätzlich gleich lange wie die des ersten Angebotes, mindestens jedoch zehn Börsentage[1896]. Falls die Angebotsfrist des Konkurrenzangebotes länger läuft als die des Erstangebotes, wird dagegen gemäss Art. 51 UEV die Angebotsfrist des Erstangebotes bis zum Ende der Angebotsfrist des konkurrierenden Angebotes verlängert[1897]. Mit dieser Fristverlängerung wird sichergestellt, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft bis zum letzten Tag der Angebotsfrist zwischen den beiden Angeboten wählen können[1898]. Um das gesamte Verfahren nicht übermässig zu verlängern, können die Anbieter die Fristen ihrer Angebote gemäss Art. 51 Abs. 3 und Art. 52 Abs. 3 UEV aber grundsätzlich nicht mehr über diesen Termin verlängern, selbst wenn diese Fristen die maximale Länge von 40 Börsentagen noch nicht erreicht haben[1899].

4.3 Erhöhung des Erstangebotes

Nach der Publikation des Konkurrenzangebotes kann der Erstanbieter sein Angebot gemäss Art. 52 Abs. 1 UEV bis spätestens am fünften Börsentag vor dem Ende der verlängerten Angebotsfrist erhöhen[1900]. Dieses geänderte Angebot muss grundsätzlich 10 Börsentage offen bleiben, wass zu einer entspre-

---

1895 Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.3.2).

1896 Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.3.1); Watter/Maizar (2005), S. 42 f.; m.E. führt der Umstand, dass Art. 50 Abs. 3 UEV eine Frist von zehn Börsentagen erwähnt, nicht dazu, dass der Konkurrenzanbieter die Angebotsfrist auf zehn Börsentage beschränken kann. Diese Mindestfrist kommt nur zur Anwendung, wenn die UEK die Angebotsdauer gemäss Art. 14 Abs. 3 UEV auf zehn Börsentage verkürzt, weil die in dieser Bestimmung erwähnten Bedingungen erfüllt sind; in allen anderen Fällen beläuft sich die Mindestangebotsdauer des konkurrierenden Angebotes gemäss Art. 14 Abs. 3 UEV auf 20 Börsentage.

1897 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 242.

1898 Empfehlung der UEK vom 30. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E2.1); Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E2.1).

1899 Empfehlung X der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.7.2); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.8.1.2). Die UEK kann allerdings auf entsprechenden Antrag eines Anbieters oder der Zielgesellschaft diese Fristen verlängern, wenn dies im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft liegt, z.B. weil einer der konkurrierenden Anbieter noch eine Bewilligung der Wettbewerbsbehörden benötigt und den Aktionären der Zielgesellschaft nicht zuzumuten ist, ohne Kenntnis über diese Bewilligung ein Angebot anzunehmen und damit das Angebot des Konkurrenten abzulehnen.

1900 Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.3.3); Empfehlung der UEK vom 30. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.2 f.).

chenden Verlängerung der Angebotsfrist für das Erstangebot sowie auch für das Konkurrenzangebot führt.

4.4 Eingriffe der Übernahmekommission in den Fristenlauf

Theoretisch kann die Abfolge mehrerer konkurrierender Angebote bzw. Angebotserhöhungen durch den Erstanbieter aufgrund der obigen Fristenregelung dazu führen, dass die Gesamtdauer des Angebotsverfahrens immer länger wird, da jede Änderung eines konkurrierenden Angebotes und jede Erhöhung des Erstangebotes wieder zu einer entsprechenden Verlängerung aller Angebotsfristen führt[1901]. Weil die Unsicherheit, die mit einem solchen langen Angebotsprozess verbunden ist, für die Zielgesellschaft und damit indirekt auch für deren Aktionäre schädlich sein kann[1902], kann die Übernahmekommission gemäss Art. 48 Abs. 5 UEV die Gesamtdauer des Angebotsverfahrens beschränken, indem sie die Maximaldauer der Angebote und die Fristen für die Änderung von Angeboten verkürzt[1903]. Die Übernahmekommission stellt in derartigen Fällen Zeitpläne für den Ablauf von Angeboten und Gegenangeboten auf, die für die Beteiligten verbindlich sind und zu einer straffen Führung bzw. Beschleunigung des Verfahrens führen[1904].

Eine derartige Beschleunigung des Übernahmeverfahrens ist allerdings nur dann sinnvoll, wenn die Zielgesellschaft nachweisen kann, dass sie durch ein längeres Verfahren tatsächlich geschädigt wird, und entsprechende Anträge zur Beschleunigung stellt. Macht die Zielgesellschaft dagegen keine derartige Schädigung geltend, sondern will durch ein ausgedehntes Angebotsverfahren einen möglichst hohen Angebotspreis erreichen, so kann die Übernahmekommission das Verfahren nicht beschleunigen, da sie durch die Beschleunigungsmassnahmen Konkurrenzangebote bzw. die Erhöhung des Erstangebotes verhindert, was weder im Sinne des Wettbewerbsgedankens noch im Interesse

---

1901 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 242; von der Crone (2005) S. 10.

1902 Watter/Maizar (2005), S. 19 mit Beispielen; Aregger/Margiotta (2004), S. 293 f.; von der Crone (2005), S. 10; m.E. dürfen diese Probleme nicht überbetont werden. Ob es tatsächlich zu Problemen kommt, hängt in der Praxis sehr stark von der Tätigkeit des betroffenen Unternehmens und der Führungsstärke des Managements ab. Gut geführte Zielgesellschaften wie z.B. Leica Geosystems oder SIG wurden auch bei langen Übernahmeverfahren nicht geschädigt und konnten ihre Gewinne in der betreffenden Zeit sogar steigern.

1903 Empfehlung der UEK vom 30. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E2.2); Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Leica (E2.2); Watter/Maizar (2005), S. 43ff.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 242.

1904 Empfehlung der UEK vom 30. August 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung N), wobei dieses Verfahren trotz aller Beschleunigung gemäss diesem Zeitplan vom 5. Juli 2005 (Veröffentlichung der Voranmeldung von Sumida bis zum 20. Oktober 2005 (Veröffentlichung des definitiven Endergebnisses) lief. Empfehlung vom 7. August 2000 i.S. Intersport (E.2); Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse/InCentive; Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2003 i.S. InCentive (E.1.ff.); vgl. Aregger/Margiotta (2004), S. 293 f.; Tschäni (2004b), S. 423 f.; zu den praktischen Problemen in Zusammenhang mit der Begrenzung des gesamten Fristenlaufes, von der Crone (2005), S. 11.

der Aktionäre der Zielgesellschaft liegt und damit die Ziele der börsenrechtlichen Übernahmeregelung verletzen würde[1905].

Die Übernahmekommission kann die Annahmefristen bei Konkurrenzangeboten aber auch über die vorne dargestellte Fristregelung hinaus verlängern, falls dies nicht zu einer Schädigung der Zielgesellschaft führt und für die Aktionäre der Zielgesellschaft vorteilhaft ist, weil sie so in den Genuss eines verbesserten Angebotes kommen[1906]. Die Übernahmekommission muss in diesen Fällen die Interessen der Anbieter sowie die Interessen der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre abwägen, wobei sie neben dem Zeitablauf auch das Ausmass der möglichen Preiserhöhung, die durch die Fristverlängerung ermöglicht wird, berücksichtigen muss[1907].

5. Widerruf von Annahmeerklärungen beim Vorliegen von Konkurrenzangeboten

Sobald ein konkurrenzierendes Angebot veröffentlicht wird, können die Aktionäre der Zielgesellschaft gemäss Art. 51 Abs. 2 UEV ihre Annahmeerklärungen bezüglich des vorhergehenden Angebotes widerrufen, sodass sie das konkurrenzierende Angebot annehmen können[1908]. Diese Bestimmung ist zwingend[1909], d.h., die Aktionäre der Zielgesellschaft können nicht auf ihr Rücktrittsrecht verzichten, wenn sie das Angebot annehmen[1910]. Aufgrund des zwingenden Charakters des Rücktrittsrechts können die Aktionäre der Zielgesellschaft aber auch vor Veröffentlichung des Angebotes auf dieses Recht nicht verzichten. Daher hat auch ein Aktionär der Zielgesellschaft, der sich vor der Publikation des Angebotes in einem Tender Agreement gegenüber dem Anbieter verpflichtet hat, das Angebot anzunehmen, ein Rücktrittsrecht. Dies gilt selbst dann, wenn er im Tender Agreement ausdrücklich auf dieses Recht verzichtet hat[1911]. Dasselbe gilt auch, wenn ein Aktionär der Zielgesellschaft vor

---

1905 Vgl. zum Problem der diesbezüglichen Interessenabwägung Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 243; von der Crone (2005), S. 11 f.

1906 Vgl. Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E8.1.3): Im konkreten Fall hatte Hexagon als Erstanbieter das Angebot an Leica Geosystems gegenüber dem Konkurrenzangebot von Danaher verbessert, indem sie zur Barkomponente auch noch eigene Aktien zum Tausch anbot. Um dieses Tauschangebot zu realisieren, war Hexagon aber auf eine Verlängerung angewiesen, weil die entsprechende Kapitalerhöhung einen Beschluss der Generalversammlung erforderte, bei deren Einberufung zwingende gesetzliche Fristen beachtet werden mussten.

1907 Vgl. Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E5); Empfehlung der UEK vom 5. August 2003 i.S. Centerpulse (E.3.2); Aregger/Margiotta (2004), S. 294 f.

1908 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 12 zu Art. 30 BEHG; Watter/Maizar (2005), S. 38; Meier-Schatz (1996), S. 122; Bernet (1998), S. 308 f. Wie Tschäni (2004b), S. 422, darstellt, durchbricht das Börsenrecht damit die privatrechtliche Regel von Art. 10 Abs. 1 OR, nach der ein Vertrag auf den Zeitpunkt wirksam wird, an dem die Annahme des Angebotes zur Absendung abgegeben wird.

1909 Der zwingende Charakter ergibt sich daraus, dass die Widerrufsmöglichkeit notwendige Voraussetzung für das Funktionieren des Wettbewerbs zwischen verschiedenen Anbietern ist, Borner (1998), S. 277.

1910 Verfügung der EBK i.S. Centerpulse/InCentive vom 23. Juli 2003 (E3); Aregger/Margiotta (2004), S. 291 f.

1911 Verfügung der EBK vom 23. Juli 2003 (E.3) i.S. Centerpulse/InCentive; von der Crone (2005), S. 9; Epper (2008), S. 161 f.; Nobel (2003), S. 282; kritisch dazu Nobel (2004a), S. 382; Watter/Maizar (2005), S. 40 f.; Tschäni (2004b), S. 420 ff.

dem Angebot dem Anbieter Aktien unter der Bedingung verkauft hat, dass das Übernahmeangebot erfolgreich ist, da eine derartige Vereinbarung sowohl in rechtlicher wie auch in wirtschaftlicher Hinsicht die gleiche Wirkung hat wie ein Tender Agreement.

Entgegen der zum Teil in der Literatur geäusserten Kritik[1912] ist der zwingende Charakter des Widerrufsrechts und seine Durchsetzung durch die Übernahmekommission sachgerecht:

- Der Normzweck von Art. 30 BEHG bzw. Art. 51 Abs. 2 UEV – d.h. die Verwirklichung des Wettbewerbs zwischen Konkurrenzangeboten – kann nur erreicht werden, wenn tatsächlich alle bestehenden Verträge über die Annahme des Erstangebotes widerrufen werden können, unabhängig davon, ob diese durch die Annahme des öffentlichen Angebotes während der Angebotsfrist zustande gekommen sind oder durch individuelle Abrede zwischen Anbieter und einzelnen Aktionären. Andernfalls könnte der Anbieter die für den Wettbewerb zwischen Anbietern zentrale Norm von Art. 51 Abs. 2 UEV immer durch ein Geflecht von individuellen Vereinbarungen aushebeln[1913].

- Die individuelle Vereinbarung über die Annahme des öffentlichen Angebotes oder ein Kaufvertrag, der unter der Bedingung steht, dass das öffentliche Angebot erfolgreich ist, haben für die Beteiligten den gleichen wirtschaftlichen Gehalt wie die Annahmeerklärung selbst. Der Anbieter hat bezüglich der betreffenden Aktien keinerlei Risiken übernommen, bevor nicht alle Bedingungen des Angebotes erfüllt worden sind, während der Verkäufer vor Erfüllung der entsprechenden Bedingungen noch keinen gesicherten Anspruch auf den Erlös hat. Daher sind derartige individuelle Vereinbarungen auch aus rechtlicher Sicht gleich zu behandeln wie Annahmeerklärungen und müssen dementsprechend dem Widerrufsrecht unterliegen.

Ob ein vor der Publikation einer Voranmeldung bzw. eines Angebotes abgeschlossener Vertrag gemäss Art. 51 Abs. 2 UEV widerrufen werden kann, hängt gemäss den oben dargestellten Grundsätzen davon ab, welchen Bedingungen die Ansprüche der beiden Parteien unterstehen: Muss ein Vertrag zum Kauf von Aktien unabhängig vom Erfolg des Angebotes erfüllt werden, so kann dieser Vertrag nicht mehr gemäss Art. 51 Abs. 2 UEV aufgehoben werden, selbst wenn dieser Vertrag erst nach Vollzug des Angebotes erfüllt wird.

1912 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 68; Nobel (2004a), S. 382; vgl. Watter/Maizar (2005), S. 40 f., die ihre Kritik damit begründen, dass ein Erstanbieter ohne Sicherungsmöglichkeit durch Tender Agreements allenfalls gar kein Angebot macht, was für Aktionäre der Zielgesellschaft nachteilig ist. Diese Kritik ist m.E. unbegründet: Der einzige Zweck von Tender Agreements liegt darin, Konkurrenzangebote auszuschliessen, was im Licht des Gesetzeszweckes kein schützenswertes Interesse ist.

1913 Das Widerrufsrecht ist zentrale Voraussetzung für das Funktionieren von Wettbewerb zwischen Bietern und damit für das Funktionieren eines Marktes, Borner (1998), S. 277; vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1204; von der Crone (2005), S. 9.

Ein derartiger Vertrag hat weder in rechtlicher noch in wirtschaftlicher Betrachtung einen Zusammenhang mit dem Erfolg des Angebotes und kann daher nicht mehr als Annahme eines Angebotes im Sinne von Art. 51 Abs. 2 UEV betrachtet werden[1914]. Ein Anbieter kann sich daher grosse Aktienblöcke vor der Veröffentlichung des Angebotes nur dadurch sichern, dass er die entsprechenden Aktien kauft, ohne den Vollzug des Kaufs unter die Bedingung zu stellen, dass sein öffentliches Angebot erfolgreich ist[1915]. Bei einem derartigen Vorgehen trägt der Anbieter allerdings das Risiko, dass er auf den zur Vorbereitung des Angebotes gekauften Beteiligungen sitzen bleibt, wenn er mit seinem Angebot nicht erfolgreich ist und die angestrebte Mehrheit nicht erreicht[1916].

6. Änderung und Widerruf von Angeboten

Sobald ein konkurrenzierendes Angebot veröffentlicht worden ist, kann der Erstanbieter sein Angebot ändern, wobei allerdings nur Änderungen zugunsten der Aktionäre wie namentlich eine Erhöhung des Übernahmepreises möglich sind[1917]. Damit ist es dem Erstanbieter möglich, den Konkurrenzanbieter durch ein höheres Angebot zu übertreffen[1918]. Eine derartige Änderung muss allerdings gemäss Art. 52 Abs. 1 UEV bis spätestens am fünften Börsentag vor dem Ablauf der durch das Konkurrenzangebot allenfalls verlängerten Angebotsfrist erfolgen[1919].

Im Gegensatz zu dem bis 31.12.2008 geltenden Recht[1920] erlaubt die UEV dem Erstanbieter nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot nicht mehr sein Angebot zurückzuziehen, falls ein höheres Konkurrenzangebot gemacht wird[1921]. M.E. ist die Streichung des Widerrufsrechts im Sinne der Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft sachgerecht, da diese durch den Rückzug des Erstangebotes einen Nachteil erleiden, wenn das höhere Konkurrenzange-

---

1914 Tschäni (2004b), S. 427 f.

1915 Schnydrig/Vischer (2006), S. 1204; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 69 f.; einen derartigen unbedingten Vertrag schloss z.B. die Lyreco SA beim Kauf der Büro-Fürrer ab: vgl. Empfehlung der UEK vom 15. April 2005, i.S. Büro-Fürrer AG. Das gleiche Vorgehen wählte auch die Merck beim Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der Serono, vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007, i.S. Serono.

1916 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 71.

1917 Eine derartige Änderung ist – wie vorne in Ziff. III.D.7.2 gezeigt – dem Erstanbieter grundsätzlich auch ohne Vorliegen eines Konkurrenzverbotes jederzeit möglich.

1918 Zu einer derartigen Situation kam es bei Leica Geosystems, bei der zunächst Hexagon AB CHF 440 bot, worauf Danaher als Konkurrenzanbieter ein Übernahmeangebot zu CHF 500 pro Aktie machte. Dieses Angebot wurde wiederum von Hexagon durch ein gemischtes Angebot von CHF 440 plus 5 Hexagon-Aktien im Wert von CHF 120 überboten; Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica.

1919 Aregger/Margiotta (2004), S. 293.

1920 Art. 51 UEV-UEK; vgl. dazuTschäni (2003a), S. 426; Epper (2008), S. 106 f.; vgl. Empfehlungen der UEK vom 8. Dezember 2000 i.S. Axantis: In Anbetracht des Konkurrenzangebotes der Ems Chemie zogen sowohl die Herren Model, wie auch die Gesellschaft selbst ihre Kaufangebote zurück.

1921 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 94.

bot wegen der im Angebot vorgesehenen Bedingungen oder individueller Probleme des Anbieters nicht vollzogen wird[1922].

7. Die Absicherung des Erstanbieters gegenüber konkurrierenden Angeboten

Wenn sich der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft entscheidet, das Angebot eines bestimmten Anbieters zu unterstützen, haben die Zielgesellschaft und die Anbieter häufig das Bedürfnis, durch geeignete Klauseln in der Transaktionsvereinbarung Dritte von einem Konkurrenzangebot abzuhalten[1923]. Die entsprechenden Vereinbarungen zum Schutz des Erstanbieters werden zum Teil damit begründet, dass der Erstanbieter ohne eine derartige Vereinbarung gar nicht bereit sei, ein Angebot zu unterbreiten, und dass deshalb die entsprechende Vereinbarung im Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre liege[1924]. Bei kritischer Analyse der Interessenslage zeigt sich allerdings, dass kaum eine derartige Notwendigkeit besteht, da das ökonomische Interesse des Anbieters an der Übernahme im Normalfall gross genug ist, um ein Angebot auch dann zu unterbreiten, wenn dieses einem freien Markt ausgesetzt ist. Die Theorie, dass das Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre an einem Angebot die Behinderung weiterer Angebote rechtfertigen kann, ist im Übrigen auch schon in ihrem Ansatz widersprüchlich: Wenn es derart schwierig ist, einen Anbieter zu einem Angebot zu überzeugen, so wäre von vornherein kein Schutz notwendig, da bei dieser Prämisse ohnehin kein Zweitanbieter ein Angebot macht; andererseits beweist aber gerade das Auftreten eines Zweitanbieters, der ein höheres Angebot macht, dass es offensichtlich nicht derart schwierig war, einen Anbieter zu finden, der die Gesellschaft kauft, womit die argumentative Grundlage für die Schutzklauseln wegfällt.

Der Wunsch nach Klauseln, die den Erstanbieter von Konkurrenzangeboten schützen, ist in diesem Sinne normalerweise nur vom Interesse des Anbieters getragen, Wettbewerb mit anderen Anbietern zu vermeiden und die Kosten der Übernahme möglichst gering zu halten[1925]. Das Interesse, Wettbewerb zu vermeiden und die Übernahmekosten gering zu halten, ist in Anbetracht der disziplinierenden Wirkung, den Wettbewerb nach dem Willen des Gesetzgebers[1926] auf die Anbieter haben soll, nicht schützenswert. Aktueller bzw. poten-

---

1922 Die Übernahmekommission war deshalb bezüglich der Zulassung eines Widerrufs gemäss Art. 41 UEV-UEK in der Vergangenheit sehr zurückhaltend; vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse (E4); kritisch zur zurückhaltenden Praxis der UEK Watter/Maizar (2005), S. 36 f.

1923 Tschäni (2004b), S. 425 ff.; Watter/Dubs (1998), S. 1324; zu den Beweggründen Epper (2008), S. 95 f.

1924 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 62; Tschäni (2004b), S. 426; Watter/Dubs (1998), S. 1326.

1925 In der Literatur, welche Schutzklauseln mit dem Interesse der Zielgesellschaft bzw. ihrer Aktionäre an einem Angebot rechtfertigt, wird deshalb auch häufig erwähnt, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch bei einer derartigen Rechtfertigung die Schutzklauseln immer unter den Vorbehalt stellen sollte, dass er von der Unterstützung des betreffenden Angebotes absehen kann, wenn ein für Unternehmen und Gesellschaft klar besseres Angebot gemacht wird und der Verwaltungsrat deshalb aufgrund seiner Pflicht, die Interessen der Gesellschaft und ihrer Aktionäre zu wahren, auf das neue Angebot umschwenken muss („fiduciary out"); vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 62; Watter/Dubs (1998), S. 1326; vgl. Bahar (2004), S. 163 f.

1926 Vgl. Art. 30 BEHG

tieller Wettbewerb zwischen Anbietern soll sicherstellen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft einen Preis realisieren, der dem Wertpotential des Unternehmens möglichst nahe kommt, und dass das Unternehmen von dem Anbieter übernommen wird, der das höchste Wertpotential sieht[1927]. Wettbewerb zwischen Anbietern soll die fehlende Verhandlungsmacht der Aktionäre der Zielgesellschaft gegenüber dem Anbieter kompensieren und auch vermeiden, dass die Organe der Zielgesellschaft die Kontrolle über das Unternehmen einem Anbieter zuhalten, der den Aktionären weniger bezahlt als den Marktpreis.

Da Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und Anbietern, die den Wettbewerb beschränken, weder im Interesse der Zielgesellschaft noch ihrer Aktionäre liegen, sondern primär im Interesse der Anbieter und den aus der Sicht des Anlegerschutzes positiven Wettbewerbs beschränken, sind sie sowohl aus aktienrechtlicher wie auch aus börsenrechtlicher Sicht problematisch:

– Aus aktienrechtlicher Sicht führt der fehlende Bezug zu den Interessen der Gesellschaft und ihrer Aktionäre, dass Vereinbarungen, welche den Wettbewerb ausschliessen bzw. übermässig einschränken, nicht mehr durch den Zweck der Gesellschaft gedeckt sind[1928] und deshalb ungültig sind. Soweit derartige Vereinbarungen dazu dienen sollen, dem Erstanbieter die Gesellschaft zu einem Preis zu verschaffen, der unter ihrem Marktwert liegt, verletzt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber auch die Gleichbehandlungspflicht, da er versucht, dem Ersterwerber d.h. einem zukünftigen Aktionär, zulasten der existierenden Aktionäre einen Mehrwert zu verschaffen[1929].

– Aus börsenrechtlicher Sicht sind Vereinbarungen welche die Wettbewerbsposition eines Anbieters zulasten der andern stärken, dagegen problematisch, weil sie gegen den im Börsengesetz verankerten Wettbewerbsgedanken verstossen[1930], da sie die zum Anlegerschutz notwendige selbstdisziplinierende Wirkung von Wettbewerb zwischen Anbietern verhindern. Dies führt dazu, dass entsprechende Klauseln wie zwingende Tender Agreements[1931] auch börsenrechtlich unzulässig sind[1932]. Vereinbarungen zum Schutz des Erstanbieters greifen letztlich in die fundamentalen Entscheidungsmechanismen des Marktes für Unternehmenskontrolle ein, da die Leitungsorgane der Zielgesellschaft und die Anbieter in dieser Weise versuchen, die Rolle, welche die Aktionäre der Zielgesellschaft als alleinige Entscheidungsträger in diesem Markt haben, zu be-

---

1927 Zur Wirkung des Wettbewerbs im Einzelnen Ziff. I.3.2.2.

1928 Böckli (2004), S. 712; Watter/Maizar (2005), S. 31; Bahar (2004), S. 178; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1198; Epper (2008), S. 144 ff.

1929 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.2.4.2.

1930 Dazu im Einzelnen III.A.2.3.

1931 Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2003 i.S. Centerpulse/InCentive (E.3).

1932 Margiotta/Chabloz (2005), S. 209; Tschäni/Diem (2008), S. 92 ff.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202.

schränken. Diese Gefährdung der Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle rechtfertigt aus börsenrechtlicher Sicht eine restriktive Haltung gegenüber derartigen Vereinbarungen[1933].

Aus diesen Gründen sind alle Klauseln, die zugunsten des Erstanbieters Wettbewerb ausschliessen oder erheblich behindern, auf aktien- bzw. börsenrechtlicher Basis unzulässig.

Bei den in der Praxis zur Absicherung des Erstanbieters verwendeten Klauseln ergibt sich auf der Basis dieser Überlegungen folgendes Bild:

7.1 Exklusivitätsvereinbarungen

In der Praxis versuchen die Erstanbieter, sich durch verschiedene Klauseln in Transaktionsvereinbarungen Exklusivität zu verschaffen. Diese Klauseln reichen von der Verpflichtung der Zielgesellschaft, nicht aktiv zusätzliche Anbieter zu suchen, bis zum strikten Verbot, mit Dritten über ein Angebot zu verhandeln oder diesen eine Due Diligence zu gewähren bzw. Informationen zu übermitteln[1934].

7.1.1 Exklusivbindungen vor Abschluss einer Voranmeldung oder eines Angebotes

Soweit Exklusivvereinbarungen nur für die Zeit der Verhandlungen, d.h. bis zur Publikation einer Voranmeldung oder eines Angebotes, gelten, sind sie juristisch weitgehend problemlos. Die börsenrechtlichen Überlegungen greifen in diesem Zeitraum noch nicht, da die börsenrechtlichen Bestimmungen erst bei der Publikation einer Voranmeldung bzw. eines Angebotes zum Tragen kommen, d.h. in dem Moment, in dem die Aktionäre der Zielgesellschaft in die Lage kommen, über Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu entscheiden[1935]. Aus aktienrechtlicher Sicht sind Exklusivitätsklauseln, die während der Dauer von Verhandlungen gelten, ebenfalls unproblematisch: Da der Verwaltungsrat keine Auktionspflicht hat, d.h. nicht aktiv Kaufinteressenten bzw. Anbieter für seine Aktionäre suchen muss[1936], kann er sich in der Verhandlungsphase auf Verhandlungen mit einem möglichen Anbieter beschränken und muss nicht aus eigener Initiative weitere Anbieter kontaktieren. Sollte der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in den Verhandlungen zum Schluss kommen, dass eine Übernahme durch den betreffenden Anbieter nicht den Interessen der Zielgesellschaft und ihren Aktionären entspricht, so kann die Exklusivität durch Abbruch der Verhandlungen beendet werden, ohne dass die

---

1933 In diesem Art. 1 BEHG definiert die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte als Ziel des Börsengesetzes. Dieses Ziel wird nicht erreicht, wenn das Funktionieren des Marktes für Unternehmenskontrolle behindert wird.

1934 Vgl. zur Ausgestaltung derartiger Exklusivitätsklauseln, Bahar (2004), S. 162 ff.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193.

1935 Daher gelten in dieser Zeit auch die oben dargestellten Überlegungen zur Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarktes und zum Anlegerschutz noch nicht.

1936 Dazu Ziff. III.K.2.3.

Exklusivitätsvereinbarungen die Interessen der Zielgesellschaft und der Aktionäre tangiert hätten.

7.1.2 Exklusivitätsvereinbarungen nach der Publikation einer Voranmeldung oder eines Angebotes

Mit der Publikation einer Voranmeldung oder eines Angebotsprospektes gewinnt eine allfällige Exklusivitätsvereinbarung eine neue Dimension: Bis zu diesem Zeitpunkt regelt eine Exklusivitätsvereinbarung das Verhandlungsverhältnis zwischen den Leitungsorganen der Zielgesellschaft und dem Anbieter, hat aber noch keinen Einfluss auf den Willensbildungsprozess der Aktionäre der Zielgesellschaft. Mit der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. eines Angebotsprospektes werden die Aktionäre der Zielgesellschaft in das Übernahmeverfahren einbezogen, womit eine Exklusivitätsvereinbarung auch den Entscheidungsprozess dieser Aktionäre beeinflusst. Durch die Publikation einer Voranmeldung bzw. eines Angebotes kommt aber auch das Börsenrecht zur Anwendung, weshalb die Zulässigkeit von Exklusivitätsklauseln sich ab diesem Zeitpunkt neu an den börsenrechtlichen Vorschriften messen muss.

Aufgrund der oben dargestellten Grundsätze sind nach der Publikation einer Voranmeldung oder eines Angebotes Klauseln unzulässig, die es der Zielgesellschaft verbieten, einem Konkurrenzanbieter zu verhandeln oder die gleichen Informationen zu vermitteln, welche sie bereits dem Erstanbieter übermittelt hat, da dies der Gleichbehandlungspflicht gemäss Art. 49 UEV widersprechen würde[1937]. Nach der hier vertretenen Auffassung sind aber auch Bestimmungen unzulässig, die es dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verbieten, mit einem potentiellen Anbieter, der sich spontan meldet, zu verhandeln oder ihn zu einer Due Diligence zuzulassen[1938]. Ein derartiger potentieller Anbieter ist noch kein Konkurrenzanbieter im Sinne von Art. 49 UEV[1939], bevor er eine Voranmeldung veröffentlicht hat, und hat deshalb keinen börsenrechtlichen Anspruch auf Gewährung einer Due Diligence. Dennoch ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aus aktienrechtlichen Überlegungen verpflichtet, einem ernsthaften potentiellen Anbieter Zugang zu den für die Abgabe eines Angebotes notwendigen Informationen zu gewähren[1940], wenn er sich dazu entschlossen hat, den eigenen Aktionären den Verkauf ihrer Aktien an den Erstanbieter zu empfehlen. Wenn sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft entschieden hat, die Selbständigkeit des Unternehmens aufzugeben, und deshalb entsprechende Vereinbarungen mit dem Erstanbieter getroffen hat, muss er im Interesse der Aktionäre für einen möglichst hohen Preis besorgt sein bzw. darf ihnen den Verkauf nicht empfehlen, wenn er nicht für den höchsten

---

1937 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 61.

1938 Watter (2002), S. 7; a.M. Bahar (2004), S. 163; Schnydrig/Vischer, S. 1200, welche diese Klause als „problematisch" bezeichnen; zum Teil a.M. Tschäni/Diem (2008), S. 98.

1939 Vgl. Watter/Maizar (2005), S. 31.

1940 A.M. offensichtlich Watter/Maizar (2005), S. 32.

Preis gesorgt hat[1941]. Diese aktienrechtliche Pflicht kann durch eine Vereinbarung zwischen Zielgesellschaft und Anbieter nicht aufgehoben werden, weshalb auch Vereinbarungen, die sich gegen Verhandlungen mit potentiellen Anbietern bzw. die Übergabe von Informationen an derartige Personen richten, unzulässig sind[1942]. In diesem Sinne empfehlen Tschäni/Iffland/Diem dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, die Exklusivitätsvereinbarungen immer unter den Vorbehalt zu stellen, dass der Verwaltungsrat diese beenden kann, wenn er aufgrund seiner Pflicht, die Interessen der Gesellschaft bzw. der Aktionäre zu wahren, ein anderes Angebot fördern muss[1943].

Klauseln, die es dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verbieten, aktiv Konkurrenzanbieter zu suchen, sind dagegen zulässig[1944]. Da der Verwaltungsrat keine Auktionspflicht hat, d.h. nicht aktiv Kaufinteressenten bzw. Anbieter für seine Aktionäre suchen muss[1945], verletzt eine derartige „No-shopping-Klausel" weder aktien- noch börsenrechtliche Pflichten des Verwaltungsrates[1946]. Überdies verhindern derartige Klauseln den Wettbewerb nicht, da sie dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht verbieten, mit einem Konkurrenzanbieter zu verhandeln, der sich aufgrund des Erstangebotes aus eigener Initiative an den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft wendet[1947].

Zulässig sind auch Informations- und Beratungsklauseln, welche die Zielgesellschaft verpflichten, im Falle eines Konkurrenzangebotes den Erstanbieter zu informieren und mit ihm über das weitere Vorgehen, wie insbesondere eine Erhöhung des Erstangebotes, zu beraten[1948]. Eine derartige Klausel verhindert weder Wettbewerb, noch stellt sie eine Hürde für den nächsten Anbieter dar. Letztlich ermöglicht sie dem Erstanbieter nur, sein Angebot schnell anzupassen, was im Interesse eines verstärkten Bieterwettbewerbs liegt. In diesem Sinne ist es auch zulässig, in einer Transaktionsvereinbarung eine Frist zu definieren, in welcher der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sich nicht zu einem konkurrenzierenden Angebot öffentlich äussern darf, um so dem Erstanbieter die Möglichkeit zu

---

1941 Überdies würde der Verwaltungsrat auch das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot verletzen, wenn er durch eine derartige Vereinbarung einem Anbieter ermöglicht, die Aktien der Zielgesellschaft zu einem Preis zu erwerben, der unter dem Preis liegt, der bei Wettbewerbsverhältnissen entsteht. Auf diese Weise würde der Verwaltungsrat den bestehenden Aktionären einen Wert in der Höhe der Differenz zwischen dem theoretisch möglichen und dem tatsächlich bezahlten Preis entziehen; dazu im Einzelnen Ziff. III.K.7.2.2.

1942 Bahar (2004), S. 163; Watter (2002), S. 7; offen gelassen von Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 64.

1943 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 62; Bahar (2004), S. 178; Watter/Dubs (1998), S. 1326.

1944 Tschäni (2003a), S. 411; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1199 f.; Epper (2008), S. 144 ff.; vgl. Empfehlung der UEK vom 24. Januar 2002 i.S. Sopafin (E3).

1945 Dazu vorne Ziff. III.K.2.3.

1946 Tschäni/Diem (2008), S. 98; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1199 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 64; Watter (2002), S. 7; Bahar (2004), S. 163.

1947 Watter/Maizar (2005), S. 31; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1199 f.; normalerweise ist in diesem Stadium eine aktive Suche gar nicht notwendig, um Wettbewerb zu erzeugen, da die potentiellen Interessenten ohnehin in den Medien von der Übernahme erfahren.

1948 Epper (2008), S. 145.

geben, mit der Zielgesellschaft über eine Erhöhung seines Angebotes zu verhandeln. Diese Frist darf allerdings zwei bis drei Tage nicht überschreiten, da sie sonst den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft daran hindert, seinen oben dargestellten Pflichten gegenüber der Zielgesellschaft und ihren Aktionären nachzukommen.

7.2 Vereinbarungen von Break-up Fees und Kostenübernahme

Häufig verlangen Anbieter bei den Verhandlungen einer Transaktionsvereinbarung die Zusicherung, eine „Break-up Fee". Im Rahmen einer derartigen Vereinbarung soll sich die Zielgesellschaft verpflichten, eine bestimmte Summe zu bezahlen, wenn das Angebot des Anbieters nicht erfolgreich ist, weil eine Drittpartei ein höheres Konkurrenzangebot macht und die Aktionäre der Zielgesellschaft dieses annehmen[1949]. Zur Rechtfertigung derartiger Vereinbarungen wird häufig vorgebracht, dass diese notwendig sind, damit der Anbieter überhaupt ein Angebot macht und die Aktionäre damit die Möglichkeit erhalten, ihre Aktien zu verkaufen[1950]. Eine derartige Argumentation rechtfertigt eine Zahlung der Zielgesellschaft allerdings nur bis zur Höhe der internen und externen Kosten, die ein öffentliches Angebot dem Erstanbieter verursacht[1951]. Eine Zahlung, die über diesen Betrag hinausgeht, kann dagegen nicht gerechtfertigt werden.

Da der Erstanbieter am Angebot ein starkes ökonomisches Eigeninteresse hat[1952], muss er für sein Angebot nicht noch über den Ersatz der Kosten hinaus von der Zielgesellschaft abgegolten werden[1953]. Eine derartige zusätzliche Zahlung kann daher nur den Zweck haben, die Willensbildung der Aktionäre der Zielgesellschaft zu beeinflussen und Konkurrenzanbieter abzuhalten: Einerseits hält eine hohe Break-up Fee die Aktionäre der Zielgesellschaft davon ab, ein Angebot abzulehnen, da eine Ablehnung des öffentlichen Angebotes für die Zielgesellschaft und damit indirekt auch für ihre Aktionäre zu einer Ver-

---

1949 Im Fall Centerpulse hatte sich die InCentive Capital AG verpflichtet, CHF 4 Mio. an Smith & Nephew zu zahlen, falls diese gegenüber einem konkurrenzierenden Angebot unterliegt, während Centerpulse die Verpflichtung einging, in einem derartigen Fall CHF 20 Mio. zu bezahlen; vgl. Tschäni/Diem (2008), S. 95 f.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 63; zur Formulierung einer Break-Up Fee Klausel Gysi (2007), S. 3, der auf S. 5 auch die von der UEK behandelten Fälle von Break-Up Fees darstellt.

1950 Watter/Maizar (2005), S. 32; vgl. Isler (2002), S. 92; Tschäni (2004b), S. 426; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 63; Epper (2008), S. 150.

1951 Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E7); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E8.2); Watter/Maizar (2005), S. 33; Margiotta/Chabloz (2005), S. 209 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 63; vgl. aber Tschäni/Diem (2008), S. 97 f., die einen breiteren Spielraum sehen und in diesem Rahmen auch die Abdeckung des entgangenen Gewinnes als zulässig betrachten; m.E. ist eine derartige Ausdehnung unzulässig, da der Gewinn ja nur anfallen kann, wenn sich die Aktionäre der Zielgesellschaft tatsächlich für ein Angebot entscheiden; würde sich die Zielgesellschaft selbst dazu verpflichten, diesen Gewinn bei einem Scheitern auszuzahlen, so würde sie die Entscheidung ihrer Aktionäre in unzulässiger Weise vorwegnehmen. Überdies würde ein derart hoher Betrag auch Konkurrenzanbieter abschrecken, da diese bei der Übernahme der Zielgesellschaft einen wesentlich kleineren Gewinn machen können, wenn der Gesamtgewinn des Erstanbieters von der Zielgesellschaft bezahlt und deren Wert entsprechen reduziert wird.

1952 Zur Interessenslage des Anbieters und seiner ökonomischen Motivation Ziff. I.4.1.

1953 Vgl. Tschäni (2003a), S. 411; a.M. Nobel, S. 972 f.

mögenseinbusse führt[1954]. Andererseits erhöht sie aber auch die Kosten der Übernahme für einen Konkurrenzanbieter und behindert so den Angebotswettbewerb zwischen mehreren potentiellen Käufern, weil der Wert des Unternehmens für Konkurrenzanbieter wegen der Zahlung der Brake-up Fees sinkt. Diese Behinderung des Wettbewerbs und die Beschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre der Zielgesellschaft widersprechen Art. 30 Abs. 1 BEHG, da die Aktionäre der Zielgesellschaft gemäss dieser Bestimmung bei konkurrierenden Angeboten freie Wahl haben müssen und in ihrer Entscheidung nicht durch im Interesse eines Erstanbieters vereinbarte künstliche Incentives beeinflusst werden dürfen[1955]. Vereinbart der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Break-up Fee, die über die Kostendeckung hinausgeht, so verstösst er aber auch gegen seine Pflicht gemäss Art. 717 Abs. 1 OR, die Interessen der Gesellschaft zu wahren, da die Vereinbarung einer für Dritte abschreckenden Zahlung weder im Interesse der Zielgesellschaft selbst noch im Interesse ihrer Aktionäre liegt[1956].

Die oben dargestellten Grundsätze führen dazu, dass eine Vereinbarung von Break-up Fees in dem Masse ungültig ist, in dem die Break-up Fee die tatsächlichen Kosten des Erstanbieters übersteigt, da die Vereinbarung in diesem Mass in einer für den Erstanbieter erkennbaren Weise über die Vertretungsmacht des Verwaltungsrates gemäss Art. 718 OR hinausgeht[1957]. Wegen des Verstosses gegen Art. 717 OR kann der Verwaltungsrat – falls die betreffende Zahlung bereits geleistet worden ist und von der Zielgesellschaft nicht mehr zurückgefordert werden kann – aber auch aufgrund von Art. 754 OR der Gesellschaft gegenüber für den Teil der Break-up Fee ersatzpflichtig werden, der den reinen Kostenersatz übersteigt.

Aufgrund der vorne dargelegten Überlegungen ist es immerhin zulässig, dass die Zielgesellschaft mit einem Anbieter eine Break-up Fee vereinbart, welche sich in der Höhe der internen und externen Kosten des betreffenden Anbieters bewegt[1958]. Sofern der Anbieter den Abschluss einer derartigen Vereinbarung zur Voraussetzung für die Publikation eines Angebotes macht, liegt die Vereinbarung einer derartigen Zahlung im Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre, da die Zielgesellschaft auf diese Weise erreichen kann, dass ihren Aktionären ein Angebot unterbreitet wird. Die Vereinbarung einer derartigen Summe wirkt sich auch nicht negativ auf den Bieterwettbewerb aus, da sie nicht eine Höhe erreicht, die für einen Anbieter preisrelevant bzw. abschreckend wäre, sodass die entsprechende Vereinbarung auch nicht Art. 30

1954 Epper (2008), S. 152; vgl. Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 24 zu Art. 29 BEHG; zum Zweck von Break-up-Fee-Vereinbarungen Gysi (2007), S. 5.

1955 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E8.2); Margiotta/Chabloz (2005), S. 209 f.; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 24 zu Art. 29 BEHG; vgl. Epper (2008), S. 152; Gysi (2007), S. 9.

1956 Tschäni (2004b), S. 426; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1200; Epper (2008), S. 151 ff.; Gysi (2007), S. 9.

1957 Watter/Maizar (2005), S. 22; vgl. Gysi (2007), S. 9 ff.

1958 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 63; vgl. Epper (2008), S. 152 f.; vgl. Gysi (2007), S. 9 ff.

BEHG widerspricht[1959]. Wie vorne in Ziff. III.H.3.4 dargestellt, ist eine Zielgesellschaft, die mit einem Anbieter eine derartige Break-up Fee vereinbart, gemäss Art. 49 UEV aber dazu verpflichtet, die entsprechende Break-up Fee auch späteren Konkurrenzanbietern zu bezahlen. Diese Konsequenz, die sich aus der Pflicht der Zielgesellschaft zur Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern ergibt, entspricht letztlich auch der Argumentation, die für die Zahlung einer Break-up Fee spricht; wenn ein erstes Angebot im Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre liegt, so muss dies noch viel mehr für ein konkurrenzierendes zweites Angebot gelten, das einen höheren Preis vorsieht als das Erstangebot[1960].

7.3 Crown Jewel Options / Lock-up-Vereinbarungen

Um einem Anbieter einen Vorteil gegenüber Konkurrenten zu gewähren, räumten früher gerade amerikanische Zielgesellschaften dem von ihrem Verwaltungsrat favorisierten Anbieter im Rahmen einer Transaktionsvereinbarung ein Kaufsrecht für einen attraktiven Betriebsteil oder eine attraktive Tochtergesellschaft zu einem relativ günstigen Preis ein. Dieses Kaufsrecht wird unter die Bedingung gestellt, dass es nur ausgeübt werden kann, wenn eine Drittpartei die Mehrheit der Aktien der Zielgesellschaft erwirbt, d.h. der betreffende Anbieter von einem Konkurrenten mit einem höheren öffentlichen Angebot überboten wird[1961].

Eine derartige Vereinbarung ist aus gesellschaftsrechtlicher Sicht unzulässig. Die Veräusserung der „crown jewels“ liegt nicht im Interesse der Zielgesellschaft, sondern nur im Interesse des Anbieters, der auf diese Weise Konkurrenzangebote verhindern bzw. sich einen wesentlichen Teil der Zielgesellschaft günstig sichern will. Daher verstösst der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit dem Abschluss einer derartigen Vereinbarung gegen seine Pflicht zur Wahrung der Interessen der Gesellschaft gemäss Art. 717 Abs. 1 OR. Überdies werden derartige Vereinbarungen auch nicht mehr vom Zweck der Zielgesellschaft gedeckt[1962], weshalb sie wegen einer für den Anbieter erkennbaren Überschreitung der Vertretungsmacht der Organe der Zielgesellschaft ungültig sind[1963]. Sollten die betreffenden Aktiven bereits übertragen worden und eine Rückabwicklung unmöglich sein, so kann der Verwaltungsrat der Zielge-

---

1959 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005, i.S. Forbo (E.8): Break-up Fee von CHF 0,8 Mio.; Empfehlung der UEK vom 8. September 2005, i.S. Saia (E.7): Break-up Fee von CHF 2 Mio.; Empfehlung der UEK vom 23. März 2006, i.S. Amazys (E.9): Break-up Fee von CHF 1,9 Mio.

1960 A.M. Epper (2008), S. 153 ff.; Watter/Maizar (2007), S. 133 f.

1961 Tschäni (2004b), S. 426; Bühler (2003), S. 34; Schyndrig/Vischer, S. 1194; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 77 f.; eine derartige Transaktion vereinbarte Holvis 1995 mit der BBA-Group PLC, um deren Angebot gegenüber Konkurrenten abzusichern. Dazu Entscheid der Kommission für Regulierungsfragen vom 7. Juni 1995 i.S. Holvis, erwähnt in Meier-Schatz (1995), S. 190. Da die Transaktion vor dem Inkrafttreten des Börsengesetzes abgeschlossen wurde, konnte sie nicht aufgehoben werden und wurde von der Kommission für Regulierungsfragen sogar als „kodexverträglich“ genehmigt.

1962 Tschäni (2004b), S. 426; Bühler (2003), S. 34 f.

1963 A.M. Tschäni/Diem (2005), S. 95; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1200.

sellschaft gemäss Art. 754 OR für die Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert der veräusserten Aktiven und dem Verkaufspreis schadenersatzpflichtig werden[1964].

Eine Vereinbarung über die Veräusserung wertvoller Betriebsteile ist aber auch aus börsenrechtlicher Sicht gemäss Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 36 UEV unzulässig[1965], wenn sie nach der Publikation einer Voranmeldung bzw. eines Übernahmeangebotes abgeschlossen wird, da es sich um eine Veräusserung von wesentlichen Aktiven handelt, die gemäss diesen Bestimmungen unzulässig ist[1966]. Dies macht es von vornherein unmöglich, eine derartige Vereinbarung mit einem als Konkurrenzanbieter auftretenden „white knight" zu vereinbaren. M.E. ist aber auch die Vereinbarung einer Crown Jewel Option mit dem Erstanbieter börsenrechtlich unzulässig, obwohl Art. 36 UEV bei Transaktionen, die vor der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung vorgenommen werden, nicht zur Anwendung kommt[1967]. Aufgrund der Argumentation der EBK in der Angelegenheit Centerpulse verstossen derartige Lock-up-Bestimmungen mit dem Erstanbieter gegen Art. 30 BEHG, da die EBK davon ausgeht, dass der freie Wettbewerb unter Konkurrenzbietern weder von den Aktionären der Zielgesellschaft noch von der Zielgesellschaft selber verhindert werden darf[1968]. Überdies dürfte eine derartige Vereinbarung aber auch gemäss Art. 37 UEV unzulässig sein, da sie, wie oben dargestellt, gegen wesentliche Bestimmungen des Aktienrechts verstösst[1969], was es ermöglicht, die Ungültigkeit derartiger Vereinbarungen ohne langwieriges Zivilverfahren noch während des Übernahmeverfahrens festzustellen.

7.4 Vereinbarungen des Anbieters mit Aktionären der Zielgesellschaft (Tender Agreements)

Häufig versucht ein Anbieter den Erfolg seines Angebotes dadurch abzusichern, dass er mit grossen Aktionären der Zielgesellschaft bereits vor der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung Vereinbarungen schliesst, in denen sich die betreffenden Aktionäre verpflichten, ihre Aktien beim öffentli-

---

1964 Vgl. Watter/Dubs (1998), S. 1325; Tschäni/Diem (2005), S. 95.

1965 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.2.2.

1966 Tschäni/Oertle, BSK, N. 12 zu Art. 29 BEHG; Tschäni/Diem (2005), S. 94, Watter/Dubs (1998), S. 1325; Bühler (2003), S. 34; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1202 f.

1967 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.2.1); Verfügung der EBK vom 19. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.32).

1968 Vgl. Verfügung der EBK vom 23. Juli 2003 i.S. Centerpulse/InCentive (E3); vgl. Tschäni (2004b), S. 425 ff.

1969 Vgl. die Argumentation der UEK in ihrer Empfehlung vom 23. August 2005 (E.1.3); Verfügung der EBK vom 19. September 2005 (E.33 ff).

chen Übernahmeangebot abzuliefern, oder ihre Aktien dem Anbieter unter der Bedingung verkaufen, dass das öffentliche Angebot erfolgreich ist[1970].

Wie vorne dargestellt[1971], haben derartige Vereinbarungen allerdings nur eine beschränkte Wirkung, da sie beim Auftreten eines Konkurrenzangebotes aufgelöst werden können. Dementsprechend haben derartige Vereinbarungen eher psychologische Bedeutung; der Anbieter kann damit zeigen, dass er die Unterstützung einer bestimmten Anzahl von Aktionären hat, was vor allem die Haltung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft entscheidend beeinflussen kann. Mit rechtlich bindender Wirkung kann sich der Anbieter gegen Konkurrenzangebote aber nur dadurch sichern, dass er vor der Lancierung des Angebotes eine grössere Beteiligung kauft, ohne dass er diesen Kauf vom Erfolg seines öffentlichen Angebotes abhängig macht, da nur diese Verträge bei der Publikation eines Konkurrenzangebotes nicht aufgehoben werden können[1972]. Sollte dennoch ein Konkurrenzanbieter auftreten und mit seinem Angebot erfolgreich sein, so kann der Anbieter in diesen Fällen immerhin durch den Verkauf der bereits erworbenen Aktien zum höheren Preis einen Gewinn realisieren, der ihn für den Verlust des Übernahmekampfes entschädigt[1973].

Beim Abschluss von Tender Agreements muss der Anbieter die Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG beachten. Wenn sein Besitz an Aktien der Zielgesellschaft zusammen mit den durch Tender Agreements gesicherten Aktien einen der für die Meldung massgebenden Grenzwerte überschreitet, so muss er eine Meldung machen, da der Abschluss eines Tender Agreement als bedingter Kaufvertrag betrachtet und die Meldepflicht bereits durch den Abschluss eines bedingten Verpflichtungsgeschäftes ausgelöst wird[1974]. Muss der Anbieter eine derartige Meldung vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung machen, so kann die Offenlegung der Beteiligung für den Anbieter negative Auswirkungen haben, da eine derartige Meldung typischerweise zu einem Anstieg der Kurse führt und damit auch den Mindestpreis des Angebotes erhöht. Daher sollte der Abschluss derartiger Vereinbarungen zeitlich so gesteuert werden, dass der Zeitpunkt der Meldung mit dem Zeitpunkt, in dem das Angebot bzw. die Voranmeldung publiziert wird, zusammenfällt.

1970 Beispiel für derartige Vereinbarungen sind das Tender Agreement, das Danaher mit Paulson & Co. abschloss, um sich Aktien der Leica zu sichern (erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E4.2.3), oder die Tender Abkommen, die Smith & Nephew mit den Hauptaktionären der InCentive Capital schloss, um sich die Übernahme der InCentive zu sichern, erwähnt bei Watter/Maizar (2005), S. 22. Tschäni (2004b), S. 427; Epper (2008),
S. 158 ff.

1971 Vgl. Ziff. III.H.5.

1972 Tschäni (2004b), S. 427; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 69; vgl. Romerio (2005), S. 36 ff.

1973 Vgl. beispielsweise die Situation der Sumido bei Saia Burgess. Sumido wurde trotz einer Beteiligung von ca. 20% von Johnson Electronics überboten, konnte ihre Beteiligung dann aber mit entsprechendem Gewinn an Johnson verkaufen.

1974 Im Einzelnen dazu Ziff. II.F.2; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 67; Epper (2008), S. 159.

I. KAUF EIGENER AKTIEN

Eine kotierte Gesellschaft, die eigene Aktien zurückkauft, verfolgt völlig andere Ziele als eine Drittpartei, die ein Übernahmeangebot macht. Dennoch stellen aber auch Rückkaufangebote öffentliche Kaufangebote im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG dar[1975] und unterstehen dementsprechend den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote[1976], wenn der betreffende Rückkauf öffentlich angekündigt wird[1977]. Daher sind unter Vorbehalt der hinten dargestellten Ausnahmen und Erleichterungen grundsätzlich alle Regeln über öffentliche Angebote auch auf öffentlich angekündigte Rückkaufangebote anwendbar[1978].

1. Motive für Rückkaufangebote

Wenn eine kotierte Gesellschaft eigene Aktien zurückkauft, so verfolgt sie – anders als bei einem Kaufangebot eines Dritten – nicht das Ziel, durch den Aktienkauf die Beteiligungsverhältnisse an der Gesellschaft zu beeinflussen oder sogar die Beherrschung über eine Gesellschaft zu erringen. Der Rückkauf dient meistens dazu, eine Kapitalherabsetzung vorzubereiten oder eine bereits beschlossene Kapitalherabsetzung durchzuführen. Ziel ist es, auf diese Weise das Eigenkapital den Erfordernissen des Unternehmens anzupassen und das überschüssige Kapital bzw. den akkumulierten freien Cashflow an die Aktionäre zurückzuführen[1979]. Die entsprechende Verkleinerung des Eigenkapitals führt dazu, dass die Rendite des Eigenkapitals bei gleichbleibenden Gewinnen steigt. Für die Aktionäre, die ihre Aktien nicht verkaufen, hat dies zur Folge, dass der Gewinn pro Aktie ansteigt, d.h., dass es zu einer „Gewinnverdichtung" kommt[1980].

Zum Teil werden Aktien aber auch zurückgekauft, um die Verpflichtungen einer Gesellschaft aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen oder Optionsanleihen zu decken; damit kann die Verwässerung vermieden werden, die entsteht,

---

1975 Dies gilt sowohl für Rückkaufangebote, die sich auf Aktien beziehen, wie auch auf Rückkaufangebote für andere Beteiligungspapier, wie z.B. Wandelanleihen; Empfehlung der UEK vom 23. November 2006 i.S. Actelion (E2).

1976 Verfügung der EBK vom 4. März 1998 betreffend Pharma Vision 2000: Dieser Entscheid stellte eine Praxisänderung gegenüber der früheren Praxis der UEK dar; vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Dezember 1997 i.S. Schweizer Rückversicherung; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 16 ff. zu Art. 22 BEHG; Gasser (1998), S. 669 ff.; Wey/Huber (2001), S. 152 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 15.

1977 Die öffentliche Ankündigung ist bei Rückkäufen auf der zweiten Linie, Rückkaufangebot zu Festpreisen und bei Rückkäufen über Put-Optionen unabdingbar, da hier schon allein die Transaktionsstruktur voraussetzt, dass die Gesellschaft die Rückkaufsabsicht öffentlich bekanntgibt.

1978 Empfehlung der UEK vom 14. Juli 2006 i.S. BB Medtech (E.1.1); vgl. Böckli (2004), S. 717.

1979 Romerio/Waller (2007, S. 2 f., mit statistischen Angaben über das Ausmass von Aktienrückkäufen bei kotierten Gesellschaften; Gasser (1998), S. 664; Lütolf/Kunz (2005), S. 280; vgl. Groner/Meier (2002), S. 279 f., die vor allem auch betonen, dass die Kapitalrückzahlung auf das Management eine disziplinierende Wirkung hat, da auf diese Weise unnötige Ausgaben und unrentable Investitionen verhindert werden. Vgl. das Vorgehen von Sterling bei Ascom im Sommer 2005: Sterling verlangte vom Verwaltungsrat die Durchführung eines Aktienrückkaufsprogramms und begründete dies ausdrücklich damit, dass Akquisitionen wegen des schlechten Track Record der Gesellschaft in diesem Bereich verhindert werden müssten; kritisch zu den Wirkungen von Rückkaufangeboten dagegen von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 107.

1980 Volkart (1999), S. 173 f.

wenn derartige Verpflichtungen durch die Schaffung neuer Aktien erfüllt werden[1981].

2. Methoden zum Rückkauf von Aktien

Rückkaufangebote werden in der Praxis in einer der folgenden Formen durchgeführt[1982];

2.1 Rückkauf im normalen Börsenhandel

Eine Gesellschaft kann ihre Aktien im normalen Börsenhandel zurückkaufen[1983], wobei sie den an der Börse massgebenden Preis zahlt, ohne einen Abzug für die Verrechnungssteuer zu machen[1984]. Aufgrund der Abwicklung dieser Käufe im anonymen Börsenhandel erkennen die verkaufenden Aktionäre nicht, dass sie ihre Aktien der Gesellschaft zurückverkaufen. Würde die Gesellschaft die Aktien, die sie in dieser Weise gekauft hat, im Rahmen einer späteren Kapitalherabsetzung vernichten oder länger als sechs Jahre halten, so würde der Rückkauf nachträglich als direkte Teilliquidation qualifiziert[1985], was dazu führen würde, dass die Gesellschaft selbst die Verrechnungssteuer in Höhe von 35% auf der Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Nennwert der betreffenden Aktien zahlen müsste. Diese Verrechnungssteuer würde als Endbelastung bei der Gesellschaft verbleiben, da sie diese Steuern mangels Kenntnis der Gegenpartei nicht mehr den Verkäufern belasten könnte[1986]. Derartige Rückkäufe am Markt sind daher nur sinnvoll, wenn die zurückgekauften Aktien nicht im Rahmen einer Kapitalherabsetzung vernichtet, sondern von der Gesellschaft im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungs- oder Optionsprogrammen oder zur Finanzierung eines Unternehmenskaufs weiterverkauft werden[1987].

Während die unten beschriebenen Rückkäufe mit Festpreis, Rückkäufe über eine zweite Linie und auch Rückkäufe über Put-Optionen notwendigerweise öffentliche Angebote darstellen, da sie ohne öffentliche Ankündigung gar nicht durchgeführt werden können, kann der Rückkauf im normalen Aktienhandel so gestaltet werden, dass die Vorschriften über öffentliche Angebote nicht zur Anwendung kommen; werden die betreffenden Rückkäufe vorher nicht angekündigt, sondern ohne jede Bekanntgabe der Rückkaufsabsicht durchgeführt, so kommen die Vorschriften über öffentliche Angebote unab-

---

1981 Hofstetter (1998a), S. 145 f.

1982 Lütolf/Kunz (2005), S. 83 ff.; vgl. die statistischen Angaben bei Romerio/Waller (2007), S. 5 f. zur Anwendung der verschiedenen, unten aufgeführten Methoden in der Praxis.

1983 Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Februar 2008 i.S. Swisslife; Romerio/Waller (2007), S. 3.

1984 Romerio/Waller (2007), S. 3 f.

1985 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. IV.B.2.

1986 Die Verrechnungssteuer würde dementsprechend „in's 100" aufgerechnet und würde sich auf 53,8% des der Verrechnungssteuer unterstellten Betrages belaufen.

1987 Vgl. Angebot der Serono AG vom 16. Juli 2002.

hängig von der Anzahl zurückgekaufter Aktien von vornherein nicht zur Anwendung[1988].

2.2 Rückkauf über eine zweite Handelslinie

Wenn eine Gesellschaft Aktien zurückkauft, um sie in einer Kapitalherabsetzung zu vernichten, so stellt der Rückkauf aus steuerlicher Sicht eine direkte Teilliquidation dar, was dazu führt, dass auf der Differenz zwischen Kaufpreis und Nennwert der betreffenden Aktien die Verrechnungssteuer belastet wird[1989]. Die Gesellschaft muss dementsprechend beim Rückkauf direkt die Verrechnungssteuer abziehen und dem Verkäufer den reduzierten Betrag auszahlen. Um derartige Rückkäufe durchzuführen, richtet die Gesellschaft an der Börse neben der normalen Handelslinie eine zweite Handelslinie ein, in der sie allein als Käuferin auftritt[1990] und bei allen Käufen die Verrechnungssteuer abzieht.[1991]

2.3 Rückkauf über Put-Optionen

Bei dieser Form des Rückkaufs werden allen Aktionären der Gesellschaft frei handelbare Put-Optionen abgegeben, die sie berechtigen, Aktien der Gesellschaft zu einem bestimmten Preis zurückzuverkaufen[1992]. Normalerweise wird dabei der Rückkaufpreis über dem Börsenkurs angesetzt, sodass die Put-Optionen einen inneren Wert ausweisen[1993]. Typischerweise verkaufen dann die Privatanleger, die bei einem Rückkauf negative Steuerfolgen erleiden, ihre Put-Optionen mit einem gewissen Einschlag gegenüber ihrem inneren Wert an steuerbefreite institutionelle Anleger, für die ein derartiger Rückkauf keine negativen Steuerfolgen hat[1994].

2.4 Öffentliches Angebot mit Festpreis

Bei dieser Art des Rückkaufs bietet die Gesellschaft an, eine bestimmte Anzahl Aktien zu einem Festpreis zurückzukaufen[1995], wobei sie alle Annahmeerklärungen, die in der Angebotsfrist eingehen, berücksichtigt, diese aber ge-

---

1988 Romerio/Waller (2007), S. 3. Derartige Käufe erfüllen die vorne in Ziff. III.B.3 dargestellten Kriterien für öffentliche Angebote nicht, da es an der öffentlichen Aufforderung zum Verkauf von Aktien an die Aktionäre der Zielgesellschaft fehlt.

1989 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. IV.C.2 hinten.

1990 Diese Art des Rückkaufs ist in der Praxis am häufigsten, vgl. beispielsweise das Angebot der Swissfirst AG vom 25. Oktober 2004, Angebot der Novartis AG vom 9. August 2004 und Angebot der Serono SA vom 7. Juni 2004; Empfehlung der UEK vom 14. Juli 2006 i.S. BB Medtech. Lütolf/Kunz (2005), S. 284.

1991 Iffland (1999), S. 147; vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Juni 1998 i.S. Bär; Empfehlung der UEK vom 14. September 1998 i.S. Disetronic; Empfehlung der UEK vom 7. April 1999 i.S. Zellweger.

1992 Vgl. Angebot der Mobilezone Holding AG vom 6. September 2004; vgl. Angebot der Swisscom AG vom 22. Februar 2002.

1993 Romerio/Waller (2007), S. 4 f.; Lütolf/Kunz (2005), S. 283.

1994 Lütolf/Kunz (2005), S. 283.

1995 Romerio/Waller (2007), S. 5; Lütolf/Kunz (2005), S. 283; vgl. zum Rückkauf im ausserbörslichen Blockhandel Lütolf/Kunz (2005), S. 284.

mäss Art. 9 Abs. 5 UEV proportional kürzt, wenn die Aktionäre mehr Aktien zurückverkaufen wollen, als die Gesellschaft übernimmt[1996].

2.5 Kombinierte Rückkaufstransaktionen

Zum Teil werden die vorne dargestellten Transaktionsstrukturen auch kombiniert, indem z.B. einerseits Aktien mittels eines Put-Programms zurückgekauft werden, gleichzeitig aber auch ein Rückkauf auf der zweiten Linie stattfindet[1997].

3. Problemstellung bei Rückkaufprogrammen

Rückkäufe eigener Aktien unterscheiden sich von öffentlichen Übernahmeangeboten Dritter primär dadurch, dass bei Rückkaufprogrammen nicht die Übernahme der Beherrschung der Gesellschaft durch einen Dritten im Vordergrund steht, sondern die vorne beschriebene Anpassung des Eigenkapitals an die Bedürfnisse der Gesellschaft. Bei derartigen Kaufangeboten zeigen sich daher auch nicht die typischen Probleme „normaler" Übernahmeangebote. Bei Rückkäufen eigener Aktien zeigen sich aber andere Problemkreise, die letztlich alle im Zusammenhang mit der Verpflichtung der Gesellschaft zur Gleichbehandlung ihrer Aktionäre stehen.

3.1 Gleichbehandlung der Aktionäre beim Rückkauf

Da eine Gesellschaft bei einem Aktienrückkauf immer nur einen Teil ihrer Aktien zurückkauft, stellt sich im Zusammenhang mit der Auswahl der betreffenden Aktien bzw. der verkaufenden Aktionäre immer die Frage der Gleichbehandlung[1998]. Gemäss Art. 717 Abs. 2 OR hat der Verwaltungsrat die Aktionäre gleich zu behandeln, weshalb er auch ein Rückkaufsprogramm so gestalten muss, dass die einzelnen Aktionäre in gleicher Weise die Möglichkeit haben, am Rückkauf zu partizipieren[1999].

Die Gleichbehandlung der Aktionäre ist bei einem Rückkauf über ein Put-Programm sowie bei einem öffentlichen Kaufangebot mit Festpreisen gesichert, da bei Put-Optionen jeder Aktionär die Möglichkeit hat, durch Ausübung seiner Put-Option einen Teil seiner Aktien zurückzuverkaufen, bzw. seine Put-Optionen verkaufen kann, wenn er seine Aktien nicht verkaufen will[2000]. Bei einem öffentlichen Angebot mit Festpreis dagegen wird die Gleichbehandlung durch die quotenmässige Berücksichtigung der von den einzelnen Aktionären angedienten Aktien gesichert[2001]. Bei Rückkäufen über die zweite Linie und bei Rückkäufen über den normalen Börsenhandel besteht dagegen

---

1996 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. März 2002 i.S. Schweizerhall Holding.

1997 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. April 2001 i.S. Forbo; Empfehlung der UEK vom 25. Februar 2008 i.S. Swiss Re, im konkreten Fall wurde ein Angebot im normalen Markt mit einem Rückkauf auf der zweiten Linie kombiniert.

1998 Böckli (2004), § 13 N. 687; Huguenin (1994), S. 284 ff.; Lütolf/Kunz (2005), S. 283.

1999 Huguenin, Gleichbehandlungsprinzip, S. 884 f.; Groner (2003b), S. 171; Böckli (2004), § 13 N. 687; von Planta/Lenz, BSK, N. 7a f. zu Art. 659 OR

2000 Lütolf/Kunz (2005), S. 284.

2001 Groner (2003b), S. 187.

die Gefahr, dass einseitig einzelne Aktionäre beim Verkauf bevorzugt behandelt werden[2002]. Der Verwaltungsrat sollte bei derartigen Rückkäufen daher zur Sicherstellung der Gleichbehandlung darauf achten, dass alle Aktionäre die gleiche Möglichkeit zum Verkauf ihrer Aktien haben, und sicherstellen, dass die Aktien nicht einseitig bei bestimmten Aktionären zurückgekauft werden.

Auch wenn der Verwaltungsrat darauf achtet, Rückkaufprogramme so zu gestalten, dass grundsätzlich alle Aktionäre die Möglichkeit haben, ihre Aktien zu verkaufen, werden doch verschiedene Kategorien von Aktionären durch die in der Schweiz auf derartige Transaktionen anwendbaren Steuervorschriften faktisch vom Rückkauf ihrer Aktien ausgeschlossen. Verkaufen in der Schweiz domizilierte natürliche Personen, die ihre Aktien im Privatvermögen halten, diese Aktien der Gesellschaft zum Zweck der Kapitalherabsetzung, so wird die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nennwert der Aktien als Einkommen besteuert[2003]. Da der Aktionär bei einem Verkauf an eine Drittperson dagegen einen steuerfreien Kapitalgewinn realisiert, ist ein Verkauf von Aktien an die Gesellschaft für einen derartigen Aktionär völlig unattraktiv. Auch für ausländische Aktionäre ist ein derartiger Verkauf nicht attraktiv, da sie die Verrechnungssteuer, die auf der Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nennwert der Aktien erhoben wird[2004], meistens nur zu einem Teil zurückfordern können. Aufgrund dieser steuerrechtlichen Rahmenbedingungen können letztlich nur in der Schweiz domizilierte steuerbefreite institutionelle Anleger sowie Beteiligungsgesellschaften ihre Aktien im Rahmen von Rückkaufangeboten, die zur Vorbereitung einer Kapitalherabsetzung dienen, der Gesellschaft verkaufen.

Diese Ungleichbehandlung von natürlichen Personen und institutionellen Anlegern beim Rückkauf eigener Aktien ist allerdings kein börsen- oder aktienrechtliches Problem, da die unterschiedliche Behandlung dieser Anlegerklassen eine Konsequenz des Steuersystems darstellt[2005] und nicht auf Handlungen der Gesellschaftsorgane zurückzuführen ist. Aufgrund der in Art. 717 Abs. 2 OR festgehaltenen Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre ist der Verwaltungsrat einer Gesellschaft, die Rückkäufe plant, aber verpflichtet, die Transaktion so zu gestalten, dass es nicht zu einer Ungleichbehandlung kommt, die über die steuerlich bedingte Ungleichbehandlung hinausgeht. Daher dürfen die Kurse, welche die Gesellschaft bei einem Rückkauf über eine zweite Börsenlinie bietet, nicht im erheblichen Mass über den normalen Marktpreisen liegen. Andernfalls würden die steuerbefreiten institutionellen Anleger und die Schweizer Beteiligungsgesellschaften, die aufgrund der oben beschriebenen steuerlichen Rahmenbedingungen allein als Verkäufer auf der zweiten Linie auftreten, über den steuerlich bedingten Vorteil hinaus noch zusätzliche

---

2002 Dieses Problem ergibt sich dann, wenn die Aktienverkäufe mit dem Verkäufer abgesprochen werden. Groner (2003b), S. 187.

2003 Im Einzelnen dazu Ziff. IV.B.3.1 hinten.

2004 Dazu Ziff. IV.C.2.1.

2005 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2002 i.S. Swissfirst; Schärer/Aregger (2003), S. 48 f.

Leistungen von der Gesellschaft erhalten, was gegen das Gleichbehandlungsgebot verstossen würde[2006]. Immerhin können die auf der zweiten Linie bezahlten Preise aber eine kleine Prämie enthalten, welche die Aktionäre, die Aktien der Gesellschaft verkaufen, dafür entschädigt, dass sie die abgezogene Verrechnungssteuer erst mit einer gewissen Zeitverzögerung erhalten[2007]. Die gleichen Überlegungen gelten auch für öffentliche Angebote zu Festpreisen; liegt dieser Preis erheblich über dem Börsenkurs im Zeitpunkt der Veröffentlichung, so würden wiederum nur die steuerbefreiten institutionellen Anleger und Schweizer Beteiligungsgesellschaften von der Differenz zwischen Börsenkurs und Rückkaufpreis profitieren. Daher darf auch bei derartigen Transaktionen der Rückkaufpreis nicht über dem zum Zeitpunkt der Veröffentlichung geltenden Börsenkurs zuzüglich einer geringen Prämie für die verzögerte Rückzahlung der Verrechnungssteuer angesetzt werden[2008]. Keine Diskriminierungsprobleme entstehen allerdings, wenn beim Rückkauf durch Put-Optionen der Ausübungspreis der Put-Optionen über dem Börsenkurs angesetzt wird, da Aktionäre, die aus steuerlichen Gründen ihre Aktien der Gesellschaft nicht zurückverkaufen können, die Put-Optionen verkaufen und so die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Marktpreis realisieren können.

3.2 Transparenz, Vermeidung einer asymmetrischen Informationslage

Die Gesellschaft und ihre Organe haben bezüglich der geschäftlichen und finanziellen Situation der Gesellschaft einen sehr grossen Informationsvorsprung gegenüber den Aktionären. Die Organe der Gesellschaft kennen jeweils die neuesten Finanzzahlen, die Aussichten des Unternehmens und auch alle ad-hoc-pflichtigen Informationen, welche die Gesellschaft nicht bekanntgegeben hat, weil sie sich im Sinne von Art. 72 Abs. 2 KR zu deren Geheimhaltung entschlossen hat[2009]. Soweit die nur intern bekannten Informationen bewertungsrelevant sind, entsteht eine Differenz zwischen dem den Organen der Gesellschaft bekannten wirklichen Wert der Gesellschaft und dem Börsenkurs, der den Kenntnisstand des Publikums widerspiegelt[2010]. Eine derartige Situation könnten die Leitungsorgane der betreffenden Gesellschaft dazu ausnützen, Aktien dann zurückzukaufen, wenn der Börsenkurs tiefer ist als der Wert der Aktien, der sich bei vollständiger Information ergibt, um so für das

---

2006 Vgl. Groner (2003b), S. 180, der bei Publikumsgesellschaften die Gleichbehandlung vor allem im Preis sieht. Dementsprechend wird in Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000 über Rückkaufangebote festgehalten, dass bei Rückkäufen auf der zweiten Handelslinie der von der Gesellschaft angebotene Preis höchstens 5% über dem auf der ersten Handelslinie gebotenen Preis liegen darf.

2007 Eine derartige zusätzliche Zahlung verstösst nicht gegen das Gleichbehandlungsgebot, da damit nur die Nachteile der verzögerten Zahlung ausgeglichen werden. Romerio/Waller (2007), S. 4, schätzen, dass sich diese Prämie auf 0,2 bis 0,4% des Kurses der betreffenden Aktien beläuft.

2008 Da andererseits aber Festpreisangebote, die keine Prämie über dem Börsenkurs aufweisen, für die Aktionäre nicht interessant sind, führt die konsequente Einhaltung des Gleichbehandlungsgebotes letztlich dazu, dass es praktisch unmöglich ist, ein Festpreisangebot zum Rückkauf eigener Aktien zu machen, das erfolgreich ist. Dies ist wohl auch der Grund dafür, dass Festpreisangebote äusserst selten sind.

2009 Zum Bekanntgabeaufschub Ziff. III.K.4.5.2.2 hinten.

2010 Zu dieser Differenz zwischen Börsenkurs und „richtiger Bewertung" aufgrund aller bewertungsrelevanten Informationen Ziff. I.1.1.1; vgl. dazu im Kontext der Marktmissbrauchsrichtlinie Romerio/Waller (2007), S. 19 ff.

Unternehmen zu günstigen Preisen Aktien zu erwerben. Denkbar ist auch das umgekehrte Vorgehen, dass Aktien zu einem Börsenkurs zurückgekauft werden, der über dem bei vollständiger Information erzielbaren Aktienwert liegt, um so einzelne, den Organen nahestehende Aktionäre zu bevorzugen. Ein derartiges Vorgehen führt zu einer Wertverschiebung zulasten bzw. im zweiten Fall zugunsten der verkaufenden Aktionäre und spiegelbildlich zu einem Vorteil bzw. Nachteil der verbleibenden Aktionäre. Ein solches Vorgehen ist bereits aktienrechtlich unzulässig, da derartige bewusste Verschiebungen von Werten zwischen den Aktionären gegen das Gleichbehandlungsgebot verstossen[2011]. Aus diesem Grund dürfen die Organe einer Gesellschaft keine Aktien zurückkaufen, wenn der Aktienkurs nicht alle bewertungsrelevanten Informationen reflektiert. Wie hinten in Ziff. II.I.4 dargestellt, stellen aber auch die börsenrechtlichen Regeln bei öffentlichen Rückkaufangeboten sicher, dass eine asymmetrische Informationslage nicht ausgenützt wird[2012].

3.3 Indirekte Verschiebung der Beherrschungsverhältnisse

Ein Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft führt – anders als beim öffentlichen Übernahmeangebot eines Dritten – nicht dazu, dass ein Aktionär durch den Erwerb von Aktien die Beherrschung über ein Unternehmen erringt. Wenn ein Aktionär aber bereits eine starke Position hat und das Unternehmen relativ viele Aktien zurückkauft, der betreffende Aktionär selbst aber nicht am Rückkaufprogramm teilnimmt, so können sich in der Kontrolle über die Gesellschaft aufgrund des Aktienrückkaufs dennoch signifikante Verschiebungen ergeben. In einer derartigen Situation kann der Rückkauf von Aktien nämlich dazu führen, dass der Anteil des betreffenden Aktionärs an den im Publikum befindlichen Aktien derart stark ansteigt, dass er tatsächlich eine beherrschende Stellung erhält. Eine derartige „schleichende" Verschiebung in der Beherrschung eines Unternehmens ist problematisch, da sie letztlich durch Mittel des Unternehmens selbst herbeigeführt wird. Überdies zeigt sie sich typischerweise auch nicht in den Meldungen des betreffenden Aktionärs, da sich nur sein Anteil am Free Float[2013] erhöht, sein meldepflichtiger Anteil am Gesamtkapital sich dagegen nicht verändert[2014]. Zielt ein Rückkaufprogramm bewusst darauf, einem Aktionär eine beherrschende Stellung zu verschaffen, verletzt es m.E. das Gleichbehandlungsgebot im Sinne von Art. 717 OR, da Gesellschaftsmittel zugunsten eines Aktionärs eingesetzt werden. Wie hinten dargestellt, wird das Problem einer derartigen „schleichenden Übernahme" in börsenrechtlicher Sicht dadurch entschärft, dass die Übernahmekommission bei Rückkaufangeboten, die einen derartigen Effekt haben, keine Ausnahmen von den Übernahmeregeln gewährt.

2011 Art. 717 Abs. 2 OR

2012 Vgl. Romerio/Waller (2007), S. 19 ff.

2013 D.h. am gesamten Aktienkapital abzüglich der von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktien.

2014 Eine Meldung wird erst notwendig, wenn das Kapital herabgesetzt wird und der betreffende Aktionär dadurch einen für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert erreicht bzw. überschreitet; vgl. Ziff. II.F.3.

4. Ausnahmen von der Unterstellung unter die Angebotsregeln

Da Rückkaufangebote normalerweise nicht dazu dienen, die Beteiligungsverhältnisse innerhalb einer Gesellschaft zu verschieben oder die Beherrschung über ein Unternehmen zu erringen, stellen sich bei derartigen Kaufangeboten wesentlich weniger Probleme in Bezug auf den Anlegerschutz als bei normalen öffentlichen Angeboten. Das Schutzbedürfnis der Anleger konzentriert sich bei Rückkäufen, wie oben dargestellt, auf die Sicherstellung der Gleichbehandlung der Aktionäre und darauf, dass die Gesellschaft während des Rückkaufs keine bewertungsrelevanten Information zurückhält, da die Aktionäre sonst das Rückkaufangebot nicht richtig beurteilen können bzw. bei Rückkäufen an der Börse der Rückkaufpreis den „richtigen" Kurs[2015] nicht widerspiegelt. Aufgrund dieses beschränkten Schutzbedürfnisses der Aktionäre gewährt die Übernahmekommission auf der Grundlage von Art. 4 Abs. 2 UEV bei Rückkaufangeboten weitgehende Ausnahmen von den Regeln über öffentliche Übernahmeangebote, soweit diese nicht zu einer Verschiebung der Beherrschungsverhältnisse führen[2016].

Grundsätzlich gewährt die Übernahmekommission Ausnahmen von den Regeln über öffentliche Übernahmeangebote nur, wenn die betreffende Gesellschaft ein entsprechendes Gesuch stellt. Da Rückkaufangebote aber relativ häufig sind und ihre Behandlung im Allgemeinen keine Probleme verursacht, hat die Übernahmekommission ein Verfahren entwickelt, bei dem ein Rückkauf, der bestimmte Bedingungen erfüllt, ohne formelles Gesuch entweder automatisch oder durch einfache Meldung von den Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote befreit wird. Die Übernahmekommission hat ihre Praxis in der Mitteilung Nr. 1 vom 28. März 2000 formalisiert, die heute für die Behandlung derartiger Rückkäufe massgebend ist[2017]. Ziel dieser Regeln ist es, für Rückkäufe klare Rahmenbedingungen zu schaffen, die einerseits von den Gesellschaften ohne übermässigen Aufwand erfüllt werden können, andererseits aber die Transparenz für die Anleger und die Lauterkeit der Rückkaufstransaktion gewährleisten[2018]. Dementsprechend sind Ausnahmen von den Vorschriften über öffentliche Angebote in folgenden Fällen möglich:

2015 D.h. der Kurs, der sich bei vollständiger Information des Marktes einstellt. Dazu Ziff. I.1.1.1.

2016 Von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 119; kritisch zur Anwendung von Art. 4 UEV: Gasser (1998), S. 675; vgl. dazu Groner/Meier (2002), S. 281; Rückkäufe, die ohne öffentliche Bekanntgabe im Blockhandel oder auf der normalen Handelslinie der Börse vollzogen werden, stellen, wie vorne in Ziff. III.I.2.2.1 dargestellt, keine öffentlichen Angebote dar und fallen daher von vornherein nicht unter die entsprechenden Bestimmungen des Börsengesetzes. Ein Ausnahmegesuch ist bei derartigen Transaktionen daher nicht notwendig.

2017 Vgl. dazu Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 16 zu Art. 22 BEHG; Küng/Huber/Kuster(1998), N. 27ff. zu Art. 22 BEHG; Gasser (1998), S. 669; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 155; Nobel (2004b), S. 943.

2018 Groner/Meier (2002), S. 281 f., die allerdings darauf hinweisen, dass diese Regeln die Transaktionskosten der Gesellschaft erhöhen; M.E. sind die entsprechenden Kosten allerdings relativ gering, während der Verzicht auf eine Regulierung von Rückkaufen zu grösseren Problemen in Bezug auf die Transparenz und die Gleichbehandlung führen würde. Im Sinne des Anlegerschutzes sind diese Regulierungen daher gerechtfertigt.

4.1 Automatische Freistellung

Rückkäufe, die 2% des Kapitals einer Gesellschaft nicht überschreiten, sind generell von der Anwendung der Vorschriften über öffentliche Angebote ausgenommen[2019]. Bei derart kleinen Rückkaufsbeträgen ist es nicht einmal notwendig, den Rückkauf der Übernahmekommission mitzuteilen. Die Gesellschaft muss sich bei der Mitteilung des Rückkaufsprogramms aber an die allgemeinen börsenrechtlichen Vorschriften halten. M.E. muss sie daher die Übernahmeabsicht in der Form einer Ad-hoc-Mitteilung bekanntgeben, um auf diese Weise die Gleichbehandlung der Aktionäre bezüglich Information sicherzustellen[2020].

4.2 Freistellung durch Meldeverfahren

Die Mitteilung Nr. 1 der Übernahmekommission ermöglicht, den Grossteil aller Übernahmeangebote durch ein einfaches Meldeverfahren von den Vorschriften über öffentliche Übernahmeangebote zu befreien[2021]. Die betreffenden Rückkaufangebote müssen aber bestimmte Bedingungen erfüllen, die so ausgestaltet sind, dass die vorne erwähnten Probleme der Gleichbehandlung der Anleger, der Informationssymmetrie zwischen Gesellschaft und Aktionären und auch der Missbrauch eines Rückkaufsangebotes zur schleichenden Kontrollübernahme durch grosse Aktionäre vermieden werden können. Im Einzelnen müssen für die Freistellung durch das Meldeverfahren folgende Bedingungen kumulativ erfüllt werden:

- Der Rückkauf bezieht sich auf höchstens 10% des Kapitals oder der Stimmrechte der Gesellschaft[2022].
- Die Gesellschaft beabsichtigt nicht, ihre Titel zu dekotieren[2023].
- Der Rückkauf bezieht sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren der Gesellschaft[2024].

2019 Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000, Ziff. II; Empfehlung der UEK vom 26.9.2008 i.S. Athris (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 2. Mai 2007 i.S. Credit Suisse (E.1.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 15.

2020 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.5.

2021 Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000, Ziff. III; Empfehlung der UEK vom 14. Juli 2006 i.S. BB Medtech (E.1.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 15.

2022 Empfehlung der UEK vom 14. Juli 2006 i.S. BB Medtech (E.2.1). Mit dieser Bedingung soll verhindert werden, dass ein Rückkauf zu einer wesentlichen Verschiebung der Stimmrechte zwischen den Aktionären führt. Rückkäufe einer grösseren Anzahl Aktien, können dagegen die Position von Aktionären, die bereits über grössere Pakete verfügen und keine Aktien zurückverkaufen, in einem Mass verstärken, dass sie faktisch die Kontrolle über die Gesellschaft erringen. Derartige öffentliche Rückkaufangebote, die zu einer Kontrollverschiebung führen, können nicht von der Freistellung durch ein einfaches Meldeverfahren profitieren.

2023 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. März 2008 i.S. Swisslife; Verfügung 408/1 der UEK vom 2. April 2009 i.S. Partners Group (E.15).

2024 Vgl. Empfehlung der UEK vom 9. Mai 2008 i.S. Nobel Biocare (E.2);

– Die Gesellschaft verpflichtet sich, der Übernahmekommission und dem Publikum nach Ablauf des Rückkaufs mitzuteilen, wie viele Titel zurückgekauft worden sind[2025].

Sofern die Titel durch Rückkäufe zum Marktpreis erworben werden[2026], gelten zusätzlich folgende Bedingungen:

– Die Gesellschaft verpflichtet sich, die Rückkäufe zu unterbrechen, wenn sie die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss Art. 72 KR aufschiebt[2027] oder wenn der Stichtag des letzten veröffentlichten konsolidierten Abschlusses mehr als neun Monate zurückliegt. Zusätzlich sind Rückkäufe auch während zehn Börsentagen vor der Veröffentlichung der Finanzergebnisse zu unterbrechen[2028]. Mit dieser Regelung wird erreicht, dass der Börsenkurs im Zeitpunkt des Rückkaufs tatsächlich die gesamten bewertungsrelevanten Informationen widerspielt[2029] und die Gesellschaft nicht die fehlende Information der Aktionäre ausnützen kann, um Aktien zu tiefen Kursen zurückzukaufen.

– Wenn sich der Rückkauf auf mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren bezieht, muss die Gesellschaft für jede einzelne Kategorie einen Geldkurs stellen, womit sichergestellt wird, dass sich das Angebot tatsächlich auf alle Kategorien ausdehnt.

– Während der Dauer des Rückkaufs darf die Gesellschaft auf der ordentlichen Handelslinie pro Börsentag nicht mehr als 25% des durchschnittlichen Tagesvolumens kaufen und darf während der Eröffnungs- und Schlussauktion sowie anschliessend an ein Stop Trading auch keine Kaufaufträge eingeben[2030].

2025 Vgl. Empfehlung der UEK vom 9. November 2007 i.S. Mach Hightech (E.2.2); Verfügung 408/01 der UEK vom 2. April 2009.

2026 Kauf über erste oder zweite Handelslinie.

2027 Empfehlung der UEK vom 14. Juli 2006 i.S. BB Medtech (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 2. Mai 2000 i.S. Credit Suisse (E.2.2); die UEK kann von dieser Verpflichtung absehen, wenn ein Rückkaufprogramm so strukturiert wird, dass die Rückkäufe von den betreffenden Informationen nicht beeinflusst werden, Empfehlung der UEK vom 27. März 2008 i.S. Swisslife (E.4). Im konkreten Fall hat die betreffende Gesellschaft die Rückkäufe eigener Aktien an eine Bank delegiert, die aufgrund objektiver Kriterien und unbeeinflusst von der Informationslage der Gesellschaft selbst die Rückkäufe durchführte.

2028 Vgl. Empfehlung der UEK vom 9. Mai 2008 i.S. Nobel Biocare (E.2); Empfehlung der UEK vom 16. Januar 2008 i.S. Swatch; vgl. Iffland/Vaisy (2000), S. 136.

2029 Empfehlung der UEK vom 14. Juli 2006 i.S. BB Medtech (E.2.3); Empfehlung der UEK vom 2. Mai 2000 i.S. Credit Suisse (E.2.3).

2030 Iffland/Vaisy (2000), S. 136: Mit dieser Bedingung soll vermieden werden, dass die Gesellschaft die Börsenkurse durch ihre Rückkäufe manipuliert; dies wäre sowohl dann möglich, wenn sich die Rückkäufe der Gesellschaft auf einen grossen Teil des Tagesumsatzes belaufen oder wenn sie während der Schlussauktion Aufträge eingibt, die zu plötzlichen Kurssteigerungen und entsprechend hohen Schlusskursen führen. Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. August 2006 i.S. Sustainable Performance Group (E.5.3); Empfehlung der UEK vom 27. März 2008 i.S. Swisslife (E.2); Empfehlung der UEK vom 25. Februar 2008, i.S. Swiss Re (E.2.4);

- Werden die Rückkäufe über eine zweite Handelslinie durchgeführt, darf der von der Gesellschaft angebotene Preis den auf der ordentlichen Handelslinie erzielten Preis um höchstens 5% übersteigen[2031]. Mit dieser Bedingung wird vermieden, dass die steuerbefreiten institutionellen Anleger und die Schweizer Beteiligungsgesellschaften, die im Rahmen eines derartigen Rückkaufsprogramms Aktien verkaufen, gegenüber den übrigen Aktionären durch Preise bevorteilt werden, die wesentlich über den Börsenkursen liegen[2032].

Wenn ein Rückkauf zum Festpreis bzw. mit Put-Option durchgeführt wird, müssen zusätzlich folgende Bedingungen erfüllt werden:

- Ein Angebot darf nicht veröffentlicht werden, wenn die Gesellschaft im betreffenden Zeitpunkt die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss Art. 72 KR aufschiebt, in den nächsten zehn Börsentagen ihre Finanzergebnisse veröffentlicht oder wenn der Stichtag des letzten veröffentlichten konsolidierten Abschlusses mehr als neun Monate zurückliegt;

- Das Angebot darf nicht an Bedingungen geknüpft sein.

- Zwischen den für verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren angebotenen Preisen muss ein angemessenes Verhältnis gewahrt werden.

- Können nicht alle Annahmeerklärungen befriedigt werden, müssen die Annahmeerklärungen proportional berücksichtigt werden.

- Wenn die Gesellschaft während der Dauer des Angebotes Beteiligungspapiere zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwirbt, muss sie diesen Preis allen Personen, die das Angebot angenommen haben, gewähren[2033].

- Das Angebot ist mindestens zehn Börsentage vor Ablauf der Angebotsfrist zu veröffentlichen, es kann aber in jedem Fall erst nach Bekanntgabe des Angebotspreises angenommen werden.

Beabsichtigt eine Gesellschaft, eine Ausnahme im Meldeverfahren zu beantragen, so reicht sie der Übernahmekommission eine Meldung, in der sie die ge-

---

2031 Empfehlung der UEK vom 27. März 2008 i.S. Swisslife (E.2); Lütolf/Kunz (2005), S. 284.

2032 Ein geringfügig höherer Preis ist allerdings notwendig, da die Verkäufer für den Umstand entschädigt werden müssen, dass sie die abgezogene Verrechnungssteuer nicht sofort, sondern mit einer gewissen Zeitverschiebung zurückerhalten; gemäss Romerio/Waller (2007), S. 4, liegt die notwendige Prämie zwischen 0,2 und 0,4% des Kaufpreises.

2033 Best-Price-Regel, vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.D.4.3.

plante Transaktion beschreibt[2034], sowie den Text des Angebotes ein. Wenn das Sekretariat der Übernahmekommission innert drei Börsentagen der Gesellschaft bestätigt, dass die Bedingungen für das Meldeverfahren erfüllt sind, so kann die Gesellschaft den Rückkauf einleiten, indem sie den der Übernahmekommission vorgelegten Angebotstext in einem Inserat veröffentlicht; die Publikation eines Übernahmeprospektes ist in diesem Fall nicht notwendig[2035]. Teilt das Sekretariat der Übernahmekommission dagegen mit, dass die Bedingungen für das Meldeverfahren nicht erfüllt sind[2036], so wird das für das Meldeverfahren eingereichte Gesuch um Meldeverfahren als normales Freistellungsgesuch behandelt, über das mit einer Empfehlung entschieden wird[2037].

4.3 Freistellung auf individuelles Gesuch

Sind die Voraussetzungen für eine Freistellung im Meldeverfahren nicht gegeben, weil zum Beispiel mehr als 10% zurückgekauft werden[2038], oder stellt eine Gesellschaft ein Gesuch um Ausnahmen von den in der Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000 festgehaltenen Bedingungen, so kann die Übernahmekommission das Rückkaufangebot auf individuelles Gesuch von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freistellen[2039]. Eine Freistellung ist in diesen Fällen möglich, wenn die Aktien nach dem Rückkauf nicht dekotiert werden, der Markt liquid bleibt und die Gesellschaft auch darlegen kann, dass es durch den Rückkauf zu keiner wesentlichen Änderung der Aktionärsstruktur kommt, und dass die Gleichbehandlung aller Aktionäre sichergestellt wird[2040]. Gewährt die Übernahmekommission eine derartige Freistellung, so verlangt sie allerdings, dass die betreffende Gesellschaft die vorne dargestellten Bedingungen, für im Meldeverfahren freigestellte Verkäufe ebenfalls einhält[2041].

2034 Dafür kann das „Formular für Gesuch um Freistellung durch Meldeverfahren“ verwendet werden, das auf der Website der UEK erhältlich ist (www.copa.ch).

2035 Empfehlung der UEK vom 14. Juli 2006 i.S. BB Medtech (E.1.2).

2036 Zu einem derartigen Entscheid kommt es insbesondere, wenn das Sekretariat der UEK davon ausgehen muss, dass das betreffende Angebot trotz Einhaltung der 10%-Grenze immer noch zu einer Verschiebung der Kontrolle im Aktionariat der betreffenden Gesellschaft führen kann.

2037 Das Gleiche gilt auch, wenn eine Gesellschaft ein Gesuch um Ausnahmen von der in der Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000 dargestellten Bedingungen für Rückkäufe zwischen 2 und 10% ersucht; Empfehlung der UEK vom 2. Mai 2007 Credit Suisse (E.1.2).

2038 Empfehlung der UEK vom 2. August 2006 i.S. Sustainable Performance Group (E.3); Empfehlung der UEK vom 9. November 2007 i.S. Mach Hightech;

2039 Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28 März 2000. Ziff. IV; Verfügung 408/01 der UEK vom 2. April 2009 i.S. Partners Group (E.2f.); Empfehlung der UEK vom 2. Mai 2007 i.S. Credit Suisse (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 9. November 2007 i.S. Mach Hightech; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 15.

2040 Empfehlung der UEK vom 26. September 2008 i.S. Athris (E.2.2.2); Empfehlung der UEK vom 9. Mai 2008 i.S. Nobel Biocare (E.3); Empfehlung der UEK vom 2. August 2006 i.S. Sustainable Performance Group (E.3); Empfehlung der UEK vom 20. April 2001 i.S. Gurit-Heberlein; Empfehlung der UEK vom 27. Oktober 2000 i.S. Mövenpick Holding; Empfehlung der UEK vom 27. März 2008 i.S. Swisslife, wo selbst bei einem Rückkauf von 28,6% der Aktien eine Ausnahme gewährt wurde, weil keine Hauptaktionäre bestanden;

2041 Verfügung 408/01 der UEK vom 2. April 2009 i.S. Partners Group (E.2f.); Empfehlung der UEK vom 2. August 2006 i.S. Sustainable Performance Group (E.6); Empfehlung der UEK vom 27. März 2008 i.S. Swisslife;

Ist eine Befreiung weder im Meldeverfahren noch auf individuelles Gesuch hin möglich, so muss die Gesellschaft, die den Rückkauf plant, die gesamten Vorschriften für öffentliche Angebote einhalten und insbesondere einen vollständigen Angebotsprospekt publizieren. Zu einer derartigen Situation kommt es beispielsweise, wenn eine Gesellschaft mehr als 10% der Aktien zurückkauft und sich dadurch die Struktur des Aktionariats ändert oder wenn die Gesellschaft plant, ihre Aktien nach Durchführung des Rückkaufangebotes zu dekotieren[2042].

5. Umtauschangebote zwischen verschiedenen Kategorien von Beteiligungsangeboten

Ebenfalls als öffentliches Angebot gilt ein Angebot einer Gesellschaft, Beteiligungspapiere verschiedener Kategorien umzutauschen[2043], soweit der Umtausch von der individuellen Entscheidung der einzelnen Aktionäre abhängt, d.h. jeder Aktionär einzeln darüber entscheiden kann, ob er seine Titel umtauscht oder nicht[2044]. Kein öffentliches Angebot liegt dagegen vor, wenn der Umtausch automatisch durch Beschluss der Generalversammlung erfolgt, weil diese beispielsweise beschliesst, sämtliche Inhaberaktien in Namenaktien oder alle Partizipationsscheine in Aktien umzuwandeln, da in diesem Fall das Element des Angebotes und der individuellen Entscheidung fehlt.

Umtauschangebote auf eigene Aktien werden von der Übernahmekommission in analoger Anwendung der vorne dargestellten Grundsätze im Meldeverfahren[2045] oder allenfalls im individuellen Freistellungsverfahren von der Anwendung der Vorschriften über öffentliche Angebote ganz oder teilweise freigestellt[2046]. Eine derartige Freistellung ist im Allgemeinen problemlos, da der Umtausch von Titeln die Besitzstrukturen am betroffenen Unternehmen nicht ändert. Problematisch wird ein solcher Umtausch nur dann, wenn dieser zu einer Verschiebung von Stimmrechten führt, weil den Publikumsaktionären z.B. vorgeschlagen wird, Stimmrechtsaktien in Stammaktien umzutauschen, was zu einer Verschiebung der Kontrolle zugunsten der verbleibenden Stimmrechtsaktionäre führen kann. In derartigen Fällen ist letztlich keine Freistellung möglich; zum Schutze der Aktionäre müssen die Vorschriften über öffentliche Angebote vollumfänglich zur Anwendung kommen.

2042 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Mai 2002 i.S. Think Tools AG.

2043 Namen- in Inhaberaktien oder Namenaktien in PS etc.

2044 Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. Februar 2001 i.S. Pragmatica Holding AG und Empfehlung der UEK vom 2. Juni 2003 betreffend Sika AG.

2045 Das Meldeverfahren ist allerdings nur möglich, wenn sich das Umtauschangebot auf eine Kategorie bezieht, die weniger als 10% der ausstehenden Aktien umfasst.

2046 Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. Februar 2001 i.S. Pragmatica Holding AG und Empfehlung der UEK vom 2. Juni 2003 i.S. Sika AG.

6. Spätere Änderung des Verwendungszwecks der zurückgekauften Aktien

Im Rahmen des Prospektes bzw. des Inserates, mit dem ein Rückkaufprogramm angekündigt wird, muss die Zielgesellschaft den Zweck angeben, dem das Aktienrückkaufprogramm dienen soll[2047]. Im Sinne der Verpflichtung des Anbieters zur Lauterkeit und Transparenz[2048] darf die Gesellschaft, welche die Aktien zurückgekauft hat, diese nicht zu anderen Zwecken verwenden als sie es ihren Aktionären in dieser Weise mitgeteilt hat.

Die Übernahmekommission lässt jedoch auf Gesuch der betreffenden Gesellschaft hin aus wichtigen Gründen Abweichungen vom ursprünglichen Verwendungszweck zu; so erlaubt sie insbesondere eine Änderung des Verwendungszwecks, wenn die betreffende Gesellschaft zur Stärkung ihres Eigenkapitals die betreffenden Aktien wieder verkaufen muss[2049]. Die entsprechende Zweckänderung muss in diesen Fällen in den gleichen Medien publiziert werden, wie das ursprüngliche Inserat, mit dem die Rückkäufe angekündigt worden waren[2050].

Probleme mit der Zweckänderung können dadurch vermieden werden, dass die Gesellschaft bei der Ankündigung des Aktienrückkaufprogrammes mehrere Zwecke angibt. So kann eine Gesellschaft beispielsweise im Inserat, mit dem sie den Rückkauf ankündigt, angeben, dass die Aktien zur Kapitalherabsetzung zurückgekauft werden, dass sich der Verwaltungsrat aber vorbehält, die Aktien auch für eine Akquisition bzw. zur Refinanzierung der Gesellschaft einzusetzen.

2047 Verfügung 353/02 der UEK vom 27. Februar 2009 i.S. Zurich Financial Services (E.2).

2048 Art. 1 UEV.

2049 Verfügung 353/02 der UEK vom 27. Februar 2009 i.S. Zurich Financial Services (E.2); Verfügung 355/02 der UEK vom 17. Februar 2009 i.S. Swiss Re (E.2); Verfügung 326/01 der UEK vom 17. Februar 2009 i.S. Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft (E.2).

2050 Verfügung 355/02 der UEK vom 17. Februar 2009 i.S. Swiss Re (E.3).

J. PFLICHT ZUR UNTERBREITUNG EINES ANGEBOTES

Art. 32 BEHG sieht vor, dass ein Aktionär, der über 33⅓% der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft erwirbt, ein öffentliches Angebot zum Kauf aller übrigen kotierten Beteiligungspapiere machen muss. Diese Angebotspflicht war einer der umstrittensten Teile bei der Einführung der börsengesetzlichen Übernahmeregeln und brachte die gesetzliche Regelung fast zum Scheitern. Deshalb wurde auch insoweit ein Kompromiss zwischen Gegnern und Befürwortern der Übernahmepflicht gefunden, dass es kotierten Gesellschaften möglich ist, die Angebotspflicht in ihren Statuten auszuschliessen (Opting-out)[2051]. Da verschiedene kotierte Unternehmen von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht haben, gilt die Übernahmepflicht heute nicht für alle kotierten Gesellschaften.

1. Zweck der Angebotspflicht

Zweck der Angebotspflicht ist der Schutz der Minderheitsaktionäre, die mit einem Kontrollwechsel konfrontiert sind[2052]. Dieser Schutz zeigt sich in folgenden Bereichen:

– Ausstiegsrecht der Minderheitsaktionäre bei Kontrollwechsel

  Ein Wechsel in der Kontrolle einer kotierten Gesellschaft bringt eine Neuausrichtung der Gesellschaft auf die Interessen des neuen Hauptaktionärs mit sich, was für die übrigen Aktionäre zu einer Neubeurteilung ihres Engagements führen muss[2053]. Primäres Ziel der Angebotspflicht ist es, den Minderheitsaktionären bei einem derartigen Kontrollwechsel eine Möglichkeit zu geben, durch Verkauf ihrer Aktien aus der Gesellschaft auszusteigen[2054]. Die Minderheitsaktionäre sollen entscheiden können, ob sie nach Kenntnis des Kontrollwechsels und der Absichten des neuen beherrschenden Aktionärs weiterhin an der Gesellschaft beteiligt

---

2051 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.J.9 hinten.

2052 Vgl. zum Zweck Verfügung der EBK vom 12. Juli 2005 i.S. Romande Energie Holding (E.25); Feldmann (1999), S. 135; Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 4 ff. zu Art. 32 BEHG; von der Crone (1997b), S. 88; Tschäni (2003b), S. 83; Köpfli (2000), S. 55 ff.; Eggen (2007a), S. 24 ff.; zu einer ökonomischen Analyse des Opting-outs vgl. Bohrer/Kubli (1998), S. 907 ff.; Kunz (2001), S. 651 ff.

2053 Vgl. zum Zustand vor der Einführung des Börsengesetzes, Hünerwadel (1995), S. 1 f. und S. 49 f.; dementsprechend bezeichnet Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 5 zu Art. 32 BEHG das Vertrauen der Minderheitsaktionäre in die Kontinuität gegebener Aktionärsstrukturen als Schutzobjekt der Angebotspflicht. M.E. ist der finanzielle Aspekt, d.h. die hinten erwähnte Beschränkung bzw. Teilung der Kontrollprämie, für die Minderheitsaktionäre aber mindestens so wichtig wie die Kontinuität des Aktionariats; vgl. Köpfli (2000), S. 59 ff., der die Teilung der Kontrollprämie immerhin als „Nebenfunktion" betrachtet.

2054 Botschaft BEHG S. 21, S. 44 und S. 49; Empfehlung der UEK vom 30. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.3.2.2); Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 5 zu Art. 32 BEHG; Meier-Schatz (1996), S. 124; vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 1 zu Art. 33 ff. BEHG; Tschäni (2003a), S. 366 f.; Tschäni (2004a), S. 191; Borner (1998), S. 269, S. 271 ff.; vgl. für ein krasses Beispiel des Missbrauchs einer neu errungenen Mehrheitsposition das Vorgehen von Bouygues nach dem Erwerb von 86% der Aktien von Losinger, beschrieben bei Hünerwadel (1995), S. 40. Kritisch zur Angebotspflicht Böckli (1998b), S. 257 ff.

sein wollen oder ihre Aktien lieber verkaufen wollen. Das Pflichtangebot des neuen beherrschenden Aktionärs ermöglicht es ihnen, zu einem einheitlichen Preis zu verkaufen, der den hinten dargestellten Mindestpreisvorschriften entspricht; müssten die Minderheitsaktionäre dagegen nach Mitteilung des Kontrollwechsels individuell über die Börse verkaufen, so würden diese Verkäufe zu einem Angebotsüberhang und damit zu sehr tiefen Preisen führen, sodass die Minderheitsaktionäre hohe Verluste erleiden würden bzw. ein Ausstieg illusorisch wäre.

– Teilung der Kontrollprämie mit den Minderheitsaktionären

Verkauft ein Aktionär eine Mehrheitsbeteiligung an einer kotierten Gesellschaft oder eine Minderheitsbeteiligung, die so gross ist, dass sie faktisch zur Kontrolle über die Gesellschaft führt, so wird ihm der Käufer normalerweise über den Börsenkurs hinaus eine Kontrollprämie bezahlen[2055]. Wenn der Käufer sich nun nicht auf den Erwerb dieser Kontrollposition beschränken kann, sondern aufgrund der Angebotspflicht alle Aktien der Gesellschaft erwerben muss, so reduziert dies automatisch die Kontrollprämie für das Kontrollpaket, da der Erwerber für die Übernahme der Zielgesellschaft mehr Kapital aufwenden muss als nur den Kaufpreis für den Erwerb dieses Paketes[2056]. Da der Käufer den Minderheitsaktionären bei seinem Pflichtangebot gemäss den hinten dargestellten Mindestpreisvorschriften für Pflichtangebote mindestens 75% des Preises bezahlen muss, den er für den Kontrollerwerb bezahlt hat[2057], führt die Angebotspflicht im Ergebnis zu einer Teilung der Kontrollprämie zwischen dem Verkäufer des Kontrollpakets und den Minderheitsaktionären[2058]. Hofstetter[2059] kritisiert diese Reduktion der Kontrollprämie durch die Angebotspflicht, da er die Kontrollprämie als Kompensation für den speziellen Einsatz des Hauptaktionärs sieht, wobei er diese These mit dem Beispiel eines vom Gründer beherrschten Hightech-Unternehmens begründet. Diese Betrachtung ist m.E. selbst bei einem Gründeraktionär nicht sachgerecht, da dieser mit dem Schritt zur Kotierung bewusst andere Aktionäre als Partner zur Finanzierung seines Unternehmens aufnimmt und in ökonomischer Sicht bereits im Zeitpunkt des IPO durch den Emissionspreis für seine Leistung kompensiert wird. Bei anderen Hauptaktionären, die ihre Beteiligung später erworben haben, ist m.E. das Element der Leistung ohnehin nicht gegeben, weshalb diese Argumentation gegen die Teilung der Kontrollprämie bei den meisten Gesellschaften schon von vornherein nicht greifen kann. Wie oben in

---

2055 Zur Kontrollprämie Ziff. I.3.1.2 Watter (1990), S. 67; Hünerwadel (1995), S. 51 ff.; Gruber (1996), S. 105 ff. mit Beispielen von in den 90er Jahren bezahlten Kontrollprämien.

2056 Zu diesen Mechanismen im Einzelnen Ziff. I.3.1.2.

2057 Zur Mindestpreisberechnung im Einzelnen Ziff. III.J.8 hinten.

2058 Vgl. Böckli (2004), S. 740; Hofstetter (1996), S. 231 f.; Köpfli (2000), S. 31.

2059 Hofstetter (1996), S. 231.

Ziff. I.3.1.2 dargestellt, sollte m.E. der Mindestpreis für Pflichtangebote de lege ferenda zur Sicherstellung der Gleichbehandlung der Minderheitsaktionäre auf 100% des Preises festgelegt werden, den der Anbieter für den vorgängigen Erwerb von Aktien bezahlt hat, sodass den Minderheitsaktionären ein ungekürzter prozentualer Anteil an der gesamten Kontrollprämie zukommt.

Bei der Einführung des Börsengesetzes ist es im Parlament allerdings nicht gelungen, das Ziel, die Minderheitsaktionäre bei einem Übernahmeangebot zu schützten, lückenlos durchzusetzen; im Rahmen einer Kompromisslösung[2060] wurde den kotierten Gesellschaften erlaubt, durch eine entsprechende Statutenbestimmung den massgebenden Grenzwert für die Übernahmepflicht von $33^1/_3$ bis auf 49% zu erhöhen[2061] oder die Angebotspflicht sogar völlig aufzuheben[2062]. Die Möglichkeit, die Angebotspflicht für einzelne Gesellschaften auszuschliessen, wurde damit begründet, dass die Abschaffung der Übernahmepflicht Kontrollübernahmen erleichtere und damit eine disziplinierende Wirkung auf den Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft habe[2063]. Diese Argumentation ist m.E. nicht überzeugend: Der ökonomische Hintergrund der Angebotspflicht ist nicht die Disziplinierung des Managements, sondern vielmehr die Frage, ob Minderheitsaktionäre bezüglich der Beherrschung vor vollendete Tatsachen gestellt werden können, ohne dass sie eine Ausstiegsmöglichkeit haben, und ob die Kontrollprämie allein dem Hauptaktionär zusteht oder mit den Minderheitsaktionären geteilt werden muss[2064].

2. Grenzwert und Übergangsregelung

2.1 Grenzwert

Wenn eine Person direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder andere Beteiligungspapiere einer kotierten Gesellschaft erwirbt und ihre Beteiligung damit den Grenzwert von $33^1/_3$%[2065] der Stimmrechte überschreitet, so muss der betreffende Erwerber gemäss Art. 32 BEHG für alle kotierten Beteiligungspapiere dieser Zielgesellschaft ein öffentliches Ange-

---

2060 Frei (1996a), S. 725; Tschäni (2003a), S. 367; Tschäni (2004a), S. 191; vgl. zur Entstehungsgeschichte im Einzelnen Gruber (1996), S. 46 ff.

2061 Opting-up, vgl. dazu Ziff. III.J.10.

2062 Opting-out, vgl. dazu Ziff. III.J.9.

2063 So Hofstetter, BSK, N. 3 (1. Aufl.) zu Art. 32 BEHG.

2064 Dazu im Einzelnen Ziff. I.3.1.2.

2065 Empfehlung der UEK vom 16. März 2006 i.S. GNI (E.1.1); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 19, mit formelmässiger Darstellung der Berechnung; Frei (1996a), S. 729 betrachtet den Grenzwert von $33^1/_3$% als zu niedrig, da eine Gesellschaft erst mit 50% der Aktien beherrscht werden kann; m.E. wäre ein Grenzwert von 50% aber nicht sachgerecht, da Publikumsgesellschaften bereits mit wesentlich tieferen Anteilen beherrscht werden können; BGE 2A.394/2000 (E.3.c); vgl. zur Auseinandersetzung über den „richtigen" Grenzwert in der Entstehungsgeschichte, Hünerwadel (1995), S. 46 f.

bot unterbreiten[2066]. Sofern eine Gesellschaft in ihren Statuten allerdings einen höheren Grenzwert als 33 1/3% festgelegt hat (Opting-up)[2067], wird die Angebotspflicht nur durch Überschreiten dieses höheren Grenzwertes ausgelöst.

Gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHV-FINMA ist der für die betreffende Gesellschaft massgebende Grenzwert aufgrund der Anzahl von Stimmrechten zu berechnen, die sich aus dem Handelsregistereintrag der Zielgesellschaft ergeben[2068]. Dabei ist es für die Berechnung der Gesamtzahl der Stimmrechte irrelevant, ob die betreffenden Stimmrechte tatsächlich ausgeübt werden können oder aber die Ausübung der Stimmrechte aufgrund von Vinkulierungsbestimmungen oder einer Suspendierung im Sinne von Art. 20 Abs. 4bis BEHG im konkreten Fall nicht möglich ist[2069] bzw. das Stimmrecht ruht, weil ein Teil der Aktien von der Zielgesellschaft selbst gehalten wird[2070].

Ob eine Person den Grenzwert überschreitet, bestimmt sich danach, wie viele Aktienstimmen sie direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten gesamthaft hält, unabhängig davon, ob sie das Stimmrecht an den betreffenden Aktien ausüben kann. Für die Berechnung des Bestands einer Person werden daher auch Aktien berücksichtigt, deren Stimmrecht ruht, weil die betreffende Person noch gar kein Eintragungsgesuch gestellt hat oder aber weil Vinkulierungsbestimmungen bzw. eine Suspendierung des Stimmrechts im Sinne von Art. 20 Abs. 4bis BEHG die Ausübung der Stimmrechte verhindern[2071]. Unerheblich ist auch, ob die Aktien, aus denen sich die Stimmrechte ergeben, kotiert sind oder nicht. Zur Angebotspflicht kommt es daher auch dann, wenn eine Person bei einer Gesellschaft, deren Kapital sich aus kotierten Stamm- und nicht kotierten Stimmrechtsaktien zusammensetzt, den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert allein durch den Erwerb von nicht kotierten Stimmrechtsaktien überschreitet[2072].

Der Umstand, dass bei der Berechnung des massgebenden Grenzwertes auf den Handelsregistereintrag abgestellt wird, kann bei einer Kapitalerhöhung zu unerwarteten Ergebnissen führen: Da das Stimmrecht der Aktionäre mit dem Feststellungsbeschluss des Verwaltungsrates im Sinne von Art. 652g OR ent-

---

2066 Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Atel (E2.1); Schärer/Aregger (2003), S. 151; Meier-Schatz (1998), S. 57; Tschäni (2004a), S. 191; von der Crone (2000b), S. 173; Tschäni (2003b), S. 76 f.

2067 Vgl. dazu hinten Ziff. III.J.10.

2068 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E1.2); Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 16 zu Art. 32 BEHG; Köpfli (2000), S. 160 ff.; bedingtes und genehmigtes Kapital fliesst dementsprechend nicht in die Berechnung der Grenzwerte ein; dies gilt auch dann, wenn die betreffenden Titel zwar ausgegeben, aber noch nicht im Handelsregister eingetragen sind. Empfehlung der UEK vom 8. Juni 2000 i.S. Calida (E5); Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E1.2 sowie 1.3); vgl. Tschäni (2003a), S. 368.

2069 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juli 2000 i.S. Intersport (E2 f.); Entscheid der EBK vom 4. August 2000 i.S. Baumgartner (E.4.4.A); Küng/Huber/Kuster (1998), N. 5 zu Art. 32 BEHG.

2070 Tschäni (2003a), S. 368; Tschäni (2003b), S. 94; Gotschev (2005), S. 187 f.

2071 Küng/Huber/Kuster (1998), N.6 zu Art. 32 BEHG; Tschäni (2003a), S. 369; von der Crone (1997a), S. 54; Gruber (1996), S. 63.

2072 Köpfli (2000), S. 156 f.

steht, der Handelsregistereintrag aber erst später geändert wird, kann es vorkommen, dass ein Aktionär, der in der betreffenden Kapitalerhöhung Aktien erwirbt, im Zeitraum zwischen Feststellungsbeschluss und Handelsregistereintrag den massgebenden Grenzwert für die Angebotspflicht überschreitet[2073]. In diesem Fall entsteht grundsätzlich die Angebotspflicht; der betreffende Aktionär kann aber eine Ausnahme von der Angebotspflicht gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG[2074] beantragen, da er nur für kurze Zeit und letztlich allein aus abwicklungstechnischen Gründen den massgebenden Grenzwert überschritten hat[2075]. Diese Problematik kann allerdings nach der Praxis der Übernahmekommission dadurch vermieden werden, dass der Verwaltungsrat im Feststellungsbeschluss festhält, dass die mit den neuen Aktien verbundenen Stimmrechte erst mit dem Eintrag der Kapitalerhöhung im Handelsregister entstehen[2076].

2.2 Übergangsregeln

Gemäss Art. 52 BEHG muss ein Aktionär, der beim Inkrafttreten des BEHG über mehr als 33⅓%, aber weniger als 50% der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft verfügte, nur dann ein Angebot unterbreiten, wenn er durch den Erwerb zusätzlicher Aktien oder durch Veränderungen in der Kapitalstruktur den Grenzwert von 50% der Stimmrechte überschreitet[2077]. Sinkt die Beteiligung eines derartigen Aktionärs später unter 33⅓%, so fällt die entsprechende Privilegierung dahin; überschreitet er durch neuerlichen Erwerb die Grenze von 33⅓%, so unterliegt er dementsprechend wiederum der Angebotspflicht[2078].

Hatte ein Aktionär bzw. eine Gruppe im Zeitpunkt des Inkrafttretens des BEHG bereits eine Beteiligung von über 50%, so führen auch weitere Erhöhungen dieses Bestandes nicht zu einer Angebotspflicht[2079]. Reduziert ein derartiger Aktionär seinen Bestand unter 50% und erhöht ihn nachher wieder über

---

2073 Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003, i.S. Von Roll (E.2.1.2); Empfehlung der UEK vom 24. November 2004, i.S. Helvetia (E.1.4); Empfehlung der UEK vom 31. März 2006, i.S. Leclanché (E. 3.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 20 f.; dieser Effekt entsteht auch beim bedingten oder genehmigten Kapital.

2074 Vgl. dazu hinten Ziff. III.J.5.2.1.3.

2075 Empfehlung der UEK vom 8. Juni 2000 i.S. Calida (E5); Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. Von Roll (E2).

2076 Empfehlung der UEK vom 24. November 2004 i.S. Helvetia (E1); Schleiffer (2006), S. 168. Diese Lösung ist zwar im Ergebnis sachgerecht, da auf diese Weise durch die Formulierung des Verwaltungsratsbeschlusses ein Ausnahmegesuch, das ohnehin bewilligt werden müsste, vermieden werden kann. Die Argumentation, die zu dieser Lösung führt, ist aber logisch nicht völlig überzeugend, da nach den oben dargestellten allgemeinen Regeln für die Angebotspflicht irrelevant ist, ob der betreffende Aktionär sein Stimmrecht tatsächlich ausüben kann,

2077 Böckli (2004), S. 744; von der Crone (1997a), S. 52; Köpfli (2000), S. 148 ff.

2078 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E2.3); Köpfli, Angebotspflicht, S. 149.

2079 Köpfli, Angebotspflicht, S. 150; Bohrer (1997), S. 150.

diese Grenze, so unterliegt er gemäss Art. 35 BEHV-FINMA dagegen der Angebotspflicht[2080].

Bei einer Gruppe, die aufgrund der oben dargestellten Übergangsregelung grundsätzlich kein Angebot machen muss, kann es allerdings aufgrund interner Verschiebungen der Beteiligungen dennoch zur Angebotspflicht kommen: Verschieben sich die Beteiligungen innerhalb der betreffenden Gruppe so stark, dass die Gruppe ihren Charakter wesentlich verändert, so kann es, wie in Ziff. III.J.3.3.4 dargestellt, trotz der Übergangsregel zu einer Angebotspflicht kommen[2081].

3. Entstehung der Angebotspflicht

Die Angebotspflicht entsteht, wenn eine Person direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder andere Beteiligungspapiere an einer kotierten Gesellschaft erwirbt und damit den bei dieser Gesellschaft für die Auslösung der Angebotspflicht massgebenden Grenzwert überschreitet[2082].

Im Einzelnen können folgende Transaktionen zum Überschreiten des massgebenden Grenzwertes führen[2083]:

3.1 Überschreitung des Grenzwertes durch Erwerb von Beteiligungspapieren

Als Erwerb gilt jede Transaktion, die dazu führt, dass eine Person in wirtschaftlicher Betrachtung über die entsprechenden Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügen kann. Daher kann sowohl der direkte wie auch der indirekte Erwerb von Aktien die Angebotspflicht auslösen: Die Angebotspflicht wird gemäss Art. 32 Abs. 2 BEHV-FINMA aber allein durch den Vollzug des Verfügungsgeschäftes ausgelöst, d.h. tritt in dem Zeitpunkt ein, in dem der betreffende Erwerber das Eigentum an den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft erworben hat bzw. im Falle des indirekten Erwerbs eine Position erworben hat, die ihm die Bestimmung über

---

2080 BGE 130 II 541 f.; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 17 f. mit graphischer Darstellung; kritisch zu dieser Regelung von der Crone (1997a), S. 56 f., der für Art. 35 BEHV-FINMA keine gesetzliche Grundlage sieht. M.E. ist diese Argumentation nicht stichhaltig, da Art. 35 BEHV-FINMA dem gesetzgeberischen Zweck von Art. 52 BEHG entspricht, dass nur Personen, die sowohl bei der Einführung des Gesetzes wie auch später über 50% der Aktien halten, von der Angebotspflicht ausgenommen sind. Fällt der Bestand eines Aktionärs unter die 50%-Grenze, so verliert er das Privileg von Art. 52 BEHG automatisch und fällt unter die Regel, dass Aktionäre, die über $33^1/_3$%, aber weniger als 50% halten, bei Überschreitung der Fünfzig-Prozent-Grenze ein Angebot machen müssen.

2081 BGE 130 II 545 f.; Tschäni/Gotschev (2005), S. 136 f.

2082 Diese Pflicht ist unabhängig davon, welche Absichten der Erwerber bzw. die betreffende Gruppe mit ihren Aktien verfolgt, d.h. die Übernahmepflicht besteht auch dann, wenn diese Personen nicht die Absicht haben, eine Mehrheit der Aktien oder die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erwerben, Empfehlung der UEK vom 16. November 2007 i.S. Implenia.

2083 Vgl. zum Begriff des Erwerbs, Hofstetter, N. 7 ff. zu Art. 32 BEHG; wesentlich für den Begriff des Erwerbs ist, dass die an den betreffenden Aktien berechtigte Person tatsächlich ändert. Änderungen in der formalen Besitzstruktur, die am *ultimate beneficial owner* nichts ändern, weil dieser nur von indirektem zu direktem Halten wechselt oder aber die Gesellschaftsstruktur, mit der er die betreffenden Aktien indirekt hält, verändert, lösen die Angebotspflicht daher nicht aus; Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance (E.2).

die entsprechenden Stimmrechte erlaubt[2084]. Da die Meldepflicht im Sinne von Art.20 BEHG dagegen bereits durch den Abschluss eines Verpflichtungsgeschäftes bzw. den Erwerb bestimmter Derivate ausgelöst wird[2085], kann es zu Situationen kommen, in denen ein Aktionär aufgrund des Abschlusses von Verpflichtungs- und Derivatgeschäften eine Beteiligung ausweist, die über der für ein Pflichtangebot massgebenden Grenze liegt, aber erst nach dem Vollzug der betreffenden Transaktionen bzw. der Ausübung der betreffenden Derivate der Angebotspflicht unterliegt[2086].

Ist die Angebotspflicht ausgelöst worden, weil ein Aktionär den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert überschritten hat, so führt eine nachfolgende Reduktion des Aktienbestandes unter diesen Grenzwert nicht zum Wegfall der Angebotspflicht, da die Angebotspflicht durch das Überschreiten des Grenzwertes ausgelöst wird und nicht vom späteren Aktienbestand des betreffenden Aktionärs abhängt[2087]. Daher fällt die Angebotspflicht nicht dahin, wenn ein Aktionär, der den massgebenden Grenzwert überschritten hat, die betreffende Beteiligung später weiterverkauft[2088]. Überschreitet der Käufer der betreffenden Aktien selber den für ein Pflichtangebot massgebenden Grenzwert, so sind beide Aktionäre, d.h. Käufer und Verkäufer, verpflichtet, ein Pflichtangebot zu unterbreiten; die Konsolidierung in einem einzigen Angebot des Zweiterwerbers ist nach der Praxis der Übernahmekommission nur zulässig, wenn dadurch den Angebotsempfängern keine Nachteile entstehen[2089]. Dies bedeutet im konkreten Fall, dass die Höhe des Angebotspreises des konsolidierten Angebotes aufgrund des vorhergehenden Erwerbs beider zum Angebot verpflichteter

---

2084 Empfehlung der UEK vom 27. Mai 1998, i.S. Züri Valore; Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E2); Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E3.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Sarasin; Empfehlung der UEK i.S. Esec vom 6. Juni 2000; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 166; von der Crone (1995), S. 74; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 7 zu Art. 32 BEHG; Nobel (2005), S. 271; Margiotta (2006), S. 221 ff.; Schärer/Waller (2008), S. 62 ff.; Dieser Grundsatz wird allerdings in der Praxis der Übernahmekommission zum Teil aufgeweicht, da sie in bestimmten Konstellationen annimmt, dass bereits der Abschluss eines Verpflichtungsgeschäftes bzw. der Erwerb einer Call-Option als indirekter Erwerb betrachtet werden muss, der die Angebotspflicht auslöst. Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer; vgl. dazu im Einzelnen III.J.3.1.3.

2085 Vgl. Ziff. II.C sowie II.F.2.

2086 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 22 ff.

2087 Blaas/Barraud (2008), S. 343.

2088 Verfügung 384/04 der UEK vom 11. Februar 2009 i.S. SIA (E.2); Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (E.2.2). Ein sofortiger Verkauf kann allerdings unter Umständen Grund für eine Ausnahme im Sinne von Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG darstellen; vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.3.5.2.1.3.

2089 Blaas/Barraud (2008), S. 343.

Aktionäre bestimmt wird[2090] und auch beide solidarisch für die Erfüllung des Angebotes haften[2091].

3.1.1 Direkter Erwerb

Ein direkter Erwerb liegt vor, wenn der Erwerber selbst Eigentum an den betreffenden Aktien erwirbt. Der Rechtsgrund des Erwerbs ist für die Fragen der Angebotspflicht unerheblich[2092]. Deshalb wird die Angebotspflicht nicht nur ausgelöst, wenn ein Erwerber aufgrund des Kaufs von Aktien an der Börse oder im ausserbörslichen Blockhandel den Grenzwert überschreitet[2093]. Die Angebotspflicht wird vielmehr auch dann ausgelöst, wenn die Überschreitung des Grenzwertes auf eine Erbschaft oder auf den Erwerb von Aktien im Rahmen einer Fusion oder einer Quasifusion zurückzuführen ist[2094].

Die Angebotspflicht wird aber nur ausgelöst, wenn es in wirtschaftlicher Hinsicht zu einer Handänderung an Aktien kommt. Rechtsgeschäfte, die zu einem formellen Wechsel des Eigentums an den betreffenden Aktien führen, bezüglich der wirtschaftlich berechtigten Personen aber nicht zu einer Änderung führen, lösen die Angebotspflicht daher nicht aus. Bringt ein Aktionär, der einen Aktienbestand hält, welcher über dem für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert liegt, diese Aktien in eine Subholding oder einen Trust ein, den er selber beherrscht, so löst dies daher die Angebotspflicht nicht aus, da sich bei dieser Transaktion nur der formelle Eigentümer, nicht aber die wirtschaftlich berechtigte Person ändert[2095].

2090 Für die konkreten Auswirkungen auf die Berechnung des Mindestpreises des Pflichtangebotes und die Best Price Rule vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Juli 2007 i.S. GNI; letztlich kommt der höchste Preis zur Anwendung, den die beiden Parteien in den vorangehenden zwölf Monaten bezahlt haben.

2091 Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (E.2.2); im konkreten Fall hatten die Verkäuferin und die Käuferin ein gemeinsames Pflichtangebot unterbreitet; Blaas/Barraud (2008), S. 343; vgl. Verfügung 384/04 der UEK vom 11. Februar 2009 i.S. SIA (E.4). In diesem Fall befreite die UEK eine Aktionärin, welche über 331/3% der Aktien der Zielgesellschaft gehalten hatte, von ihrer Pflicht, ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, nachdem der Käufer der Aktien ein öffentliches Angebot gemacht hatte und dabei 99,6% der Aktien erhalten hatte; die Durchführung des betreffenden Angebotes wäre in Anbetracht der noch vorhandenen freien Aktien der Zielgesellschaft unverhältnismässig gewesen.

2092 Verfügung 406/01 der UEk vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.5); Von der Crone (1997a), S. 54; Bernet (1998), S. 218 f.

2093 Für ein Beispiel: Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (Sachverhaltsdarstellung); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E2).

2094 Ein derartiger Fall wird in der Empfehlung der UEK vom 31. März 2006 i.S. Leclanché (Sachverhaltsdarstellung) beschrieben: Der Grenzwert von $33^1/_3$% wurde dadurch überschritten, dass eine Aktionärsgruppe als Sacheinlage sämtliche Aktien der Bullit Batteries AG gegen Ausgabe neuer Leclanché-Aktien einbrachte. Vgl. für eine ähnliche Situation Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. Schmolz+Bickenbach. Hofstetter (1998c), S. 296; vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Februar 2000 i.S. Flughafen-Immobilien-Gesellschaft (E.2). Will eine Gesellschaft diese Konsequenz im Rahmen einer Quasifusion vermeiden, muss sie zusammen mit dem Beschluss der betreffenden Sacheinlagen auch eine Opting-out-Klausel einführen; vgl. dazu hinten Ziff. III.J.9.3.

2095 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E9); in diesen Fällen liegt letztlich bloss ein Wechsel zwischen indirektem und direktem Aktienbesitz vor bzw. eine Änderung in der Struktur des indirekten Besitzes.

3.1.2 Indirekter Erwerb

Zu einer Überschreitung des Grenzwertes kann es auch durch den indirekten[2096] Erwerb von Aktien kommen, wobei Art. 30 BEHV-FINMA auf die für die Meldepflicht massgebende Definition des indirekten Erwerbs verweist[2097]. Daher löst jede Transaktion, mit der der Erwerber die wirtschaftliche Verfügungsmacht über Aktien erhält, die Angebotspflicht aus[2098]. Gemäss Art. 9 BEHV-FINMA gelten als indirekter Erwerb insbesondere[2099]:

- der Erwerb über einen Treuhänder, der auf Rechnung des wirtschaftlich Berechtigten handelt[2100];
- der Erwerb durch eine direkt oder indirekt beherrschte juristische Person[2101];
- der Erwerb einer beherrschenden Beteiligung an einer juristischen Person, die Aktien an einer kotierten Gesellschaft hält[2102].

Wie bei der Meldepflicht gilt letztlich jede Transaktion als indirekter Erwerb, mit der der Erwerber zum „ultimate beneficial owner" wird, d.h. das Recht erhält, Stimmen im eigenen Interesse auszuüben bzw. ausüben zu lassen[2103]. Ein Rechtsgeschäft, aufgrund dessen eine Person Stimmrechte ausüben kann, dieses Recht aber im Interesse des Aktionärs wahrnehmen muss, wie z.B. die Erteilung von Vollmachten für eine Generalversammlung oder ähnliche Vorgänge, stellt dagegen gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA keinen indirekten Erwerb dar[2104]. Entscheidend für die Frage, ob eine Person indirekt Aktien erworben hat und damit die Angebotspflicht ausgelöst wird, ist daher immer die tatsächliche Macht zur Ausübung der Stimmrechte im eigenen Interesse.

2096 Vgl. dazu Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 19 zu Art. 32 BEHG; von der Crone (1997a), S. 55.

2097 Art. 9 Abs. 3 BEHVFINMA. Dazu im Einzelnen Ziff. II.D.4. Ein Beispiel eines indirekten Erwerbs, der die Angebotspflicht auslöste, war der Erwerb der Mehrheit der Aktien an der Motor Columbus durch die UBS; mit diesem Kauf erwarb die UBS AG indirekt die Mehrheit der Atel AG, da die Motor Columbus Mehrheitsaktionärin der Atel AG war; Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel; vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2001 i.S. Montreux-Palace.

2098 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E1.2.1) Köpfli (2000), S. 157 f.

2099 Tschäni (2003a), S. 369; Köpfli (2000), S. 176 ff.; Gotschev (2005), S. 190 f.

2100 Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 34 ff. zu Art. 20 BEHG; Köpfli (2000), S. 176 f.

2101 Tschäni (2003b), S. 95; Köpfli (2000), S. 177; vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E1.2); dieser Tatbestand überschneidet sich mit dem Tatbestand der Gruppenbildung und Beherrschung (vgl. Ziff. III.J.3.3.2.1). M.E. sollten allerdings sämtliche Fälle der Beherrschung einheitlich unter dem Titel des indirekten Erwerbs subsummiert werden.

2102 Vgl. den in der Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (Sachverhaltsdarstellung) erwähnten Fall: Conony erwarb durch den Kauf der Raffels Holding Ltd. eine Gesellschaft, welche 83,86% der Montreux-Palace SA hielt; Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E1.2.1); Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E1); Tschäni (2003b), S. 95.

2103 Vgl. Köpfli (2000), S. 157.

2104 Tschäni (2003a), S. 369 f.; Gotschev (2005), S. 188; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 20; vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Zürich – Swiss Value.

Die Angebotspflicht wird nicht ausgelöst, wenn ein Aktionär nur die Art, in der er die Aktie an der Zielgesellschaft hält verändert, indem er zwischen direktem oder indirektem Halten wechselt, oder die Struktur, mit der er die betreffenden Aktien indirekt hält, verändert[2105].

3.1.3 Derivate und bedingte Verträge

Gemäss dem vorne dargestellten Grundsatz, dass die Übernahmepflicht nur durch ein Verfügungs-, nicht aber durch ein Verpflichtungsgeschäft ausgelöst wird, löst der Erwerb von Optionen und der Abschluss von bedingten Verträgen noch keine Angebotspflicht aus[2106]. In diesem Punkt unterscheidet sich der für die Angebotspflicht massgebende Erwerbsbegriff vom Erwerbsbegriff der Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG, da die Meldepflicht bereits durch den Abschluss des Verpflichtungsgeschäftes und vor allem auch durch den Abschluss bedingter Erwerbsgeschäfte sowie den Erwerb gewisser Derivate ausgelöst wird[2107].

Der Erwerb von Derivaten kann nach der Praxis der Übernahmekommission allerdings dann eine Übernahmepflicht auslösen, wenn der Erwerber ein derart enges Verhältnis mit dem Aktionär hat, der die Derivate schreibt, dass der Erwerb der Optionen als indirekter Erwerb der betreffenden Aktien betrachtet werden kann. Nach Ansicht der Übernahmekommission sind diese Bedingungen dann gegeben, wenn der Erwerber, der die Emission und Strukturierung der betreffenden Optionen selbst in Auftrag gegeben hat, dafür sorgt, dass diese Optionen vollumfänglich durch Aktienbestände gedeckt werden und die Optionen preislich auch so strukturiert sind, dass sie im Rahmen einer Übernahmestrategie in jedem Fall ausgeübt werden[2108]. Zusätzlich ist die Übernahmekommission ganz generell der Ansicht, dass der Erwerb von Optionen dann ein Pflichtangebot auslösen kann, wenn dieser Erwerb im Rahmen einer „Optionsstrategie“ erfolgt, die darauf abzielt, andere mögliche Anbieter von einem Angebot auszuschliessen[2109].

Diese sehr weite Auslegung der Angebotspflicht, welche die Übernahmekommission damit rechtfertigt, dass die Vorschriften über die Angebotspflicht den Schutz der Minderheitsaktionäre bezwecken[2110], geht m.E. sowohl über den Ge-

---

2105 Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance SA (E.2); Empfehlung der UEK vom 3. Dezember 2008 i.S. Orsacom (E.1).

2106 Böckli (2004), S. 741; Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 23 zu Art. 32 BEHG; von der Crone (1996), S. 58; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 7 zu Art. 32 BEHG; vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Sarasin; Empfehlung der UEK i.S. Esec vom 6. Juni 2000; Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.3).

2107 Vgl. vorne, Ziff. II.C.2.

2108 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006, i.S. Saurer (E.3.2.4.4); Margiotta (2007), S. 248; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 22.

2109 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006, i.S. Saurer (E.3.2.3); Margiotta (2007), S. 248; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 23.

2110 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006, i.S. Saurer (E.3.2.1).

setzeszweck sowie auch den klaren Wortlaut von Art. 32 Abs. 2 BEHV-FINMA hinaus, da diese Bestimmung nur auf Beteiligungsrechte abstellt, die im Eigentum der betreffenden Person stehen oder ihr sonst Stimmrechte vermitteln; Derivate werden dagegen nicht erwähnt. Die Berücksichtigung einer „Optionsstrategie" bzw. einer auf Optionen basierenden Übernahmestrategie müsste in letzter Konsequenz immer dazu führen, dass Optionen bei der Berechnung der Grenzwerte berücksichtigt werden, da der Optionserwerb durch einen Anbieter bzw. potentiellen Anbieter immer Teil einer Übernahmestrategie ist. Wenn nicht einmal der Abschluss eines Kaufvertrages, sondern erst dessen Erfüllung, d.h. die Eigentumsübertragung, die Angebotspflicht auslösen kann, so kann aber der Abschluss eines potestativ bedingten Kaufvertrages, d.h. die Vereinbarung einer Option, die Angebotspflicht nicht auslösen, da der Erwerber durch die Vereinbarung einer Option genauso wenig wie beim blossen Abschluss eines Kaufvertrages Eigentumsrechte an Aktien erwirbt. Der Vergleich mit einem Kaufvertrag, dessen Vollzug aufgeschoben ist, zeigt im Übrigen auch, dass die Argumentation der Übernahmekommission unrichtig ist. Ein Aktionär, der einen derartigen Kaufvertrag abschliesst, hält normalerweise im Zeitpunkt des Verkaufsabschlusses bereits die Aktien, wobei die Übertragung aufgrund der beidseitig unbedingten Ansprüche sicherer ist als bei einer Option, weshalb die Kriterien, welche die Übernahmekommission für deren Angebotspflicht durch Optionen verwendet, nicht sachgerecht sind. Darüberhinaus fehlt es an einer sachlichen Begründung.

Eine Person, welche Derivate erwirbt, kann aufgrund dieses Erwerbs m.E. nur dann als indirekter Besitzer der betreffenden Aktien betrachtet werden, wenn sie tatsächlich im Sinne der Kriterien des indirekten Erwerbs[2111] zum „ultimate beneficial owner" wird. Dazu kann es kommen, wenn sie aufgrund zusätzlicher Nebenabreden im Sinne von Art. 9 BEHV-FINMA die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die Stimmrechte an den betreffenden Aktien hat. Hat sie dagegen keine Rechte an den Stimmrechten, so kann die aus den betreffenden Optionen berechtigte Partei dagegen nicht als wirtschaftlich berechtigte Person betrachtet werden, weshalb durch den Abschluss der Options- bzw. Derivatverträge keine Übernahmepflicht ausgelöst werden kann.

3.2 Überschreitung des Grenzwertes durch Veränderung der Zahl der Stimmrechte

Wie die Meldepflicht[2112] kann auch die Angebotspflicht dadurch ausgelöst werden, dass sich die Basis für die Berechnung des für die Angebotspflicht massgeblichen Kapitalanteils verändert, weil die Gesellschaft ihr Kapital herabgesetzt hat und die vom betreffenden Aktionär gehaltene Beteiligung dadurch

---

2111 Dazu im Einzelnen Ziff. II.D.4.

2112 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. II.F.3.

über den massgebenden Grenzwert ansteigt[2113]. In einem derartigen Fall kann dem betroffenen Aktionär allerdings gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG eine Ausnahme von der Übernahmepflicht gewährt werden[2114].

3.3 Überschreitung des Grenzwertes durch Gruppenbildung

Auch der Erwerb in gemeinsamer Absprache mit Dritten bzw. die Bildung einer Gruppe unter bereits bestehenden Aktionären kann zur Angebotspflicht führen, wenn diese Gruppe den für die betreffende Gesellschaft massgebenden Grenzwert überschreitet[2115]. Die Unterstellung von Gruppen unter die Angebotspflicht ist sachlich gerechtfertigt, da die Minderheitsaktionäre bei einem Kontrollerwerb durch eine Gruppe von Aktionären genau das gleiche Schutzbedürfnis aufweisen, wie wenn ein einzelner Aktionär die Kontrolle über die betreffende Gesellschaft erwirbt. Überdies wird auf diese Weise vermieden, dass ein Aktionär die Angebotspflicht dadurch umgehen kann, dass er die betreffende Beteiligung auf mehrere Aktionäre aufteilt, die mit ihm zusammenarbeiten[2116].

Sofern eine Gruppe die Pflicht hat, den übrigen Aktionären ein Angebot zu unterbreiten, so haftet jedes Mitglied der betreffenden Gruppe solidarisch für die Erfüllung dieser Pflicht[2117].

3.3.1 Der Begriff der Gruppe / Verweisung auf die Gruppenbildung im Sinne der Meldepflicht

Bezüglich des Begriffs der Gruppe bzw. der Gruppenbildung verweist Art. 31 BEHV-FINMA auf die entsprechenden Bestimmungen bei der Meldepflicht von Beteiligungen[2118], weshalb grundsätzlich auf die Ausführungen vorne in Ziff. II.E verwiesen werden kann. Dementsprechend ist entscheidendes Kriterium für die Bildung einer Gruppe, dass mehrere Aktionäre ihre Aktionärsrechte nicht mehr unabhängig nach eigenen Interessen ausüben, sondern sich aufgrund einer Vereinbarung oder stillschweigender Übereinstimmung einem Kollektiv unterordnen und ihre Aktionärsrechte bewusst im Sinne der Interessen bzw. der Willensbildung innerhalb dieser Gruppe ausüben.

2113 Von der Crone (1997a), S. 56; Köpfli (2000), S. 159; Kistler (2001), S. 133 f. Vgl. Gotschev (2005), S. 221 f.; Schleiffer (2006), S. 166. Kritisch Böckli (1998b), S. 255, der die Auslösung der Angebotspflicht durch eine Kapitalveränderung als „unhaltbar" bezeichnet, da der angebotspflichtige Aktionär selbst keine zusätzlichen Aktien erworben hat bzw. selbst gar nicht aktiv war. M.E. wird das von Böckli angesprochene Problem aber durch die oben erwähnte Möglichkeit einer Ausnahme gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG gelöst.

2114 Vgl. dazu hinten Ziff. III.5.2.1.2.

2115 Tschäni (2003a), S. 370; Tschäni (2004a), S. 192. Die Beweislast für die Bildung einer Gruppe liegt bei der UEK bzw. der EBK: Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium (E.62), wobei die Parteien im Verfahren vor der EBK allerdings gemäss Art. 13 Abs. 1 VwVG wesentliche Mitwirkungspflichten haben, welche der EBK die Beweisführung erleichtern.

2116 Tschäni (2004a), S. 96; Hofstetter (1998c), S. 286.

2117 Tschäni (2003a), S. 372; von der Crone (1997a), S. 56.

2118 Art. 10 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA.

Der Verweis auf den melderechtlichen Gruppenbegriff gilt gemäss dem Text von Art. 31 BEHV-FINMA aber nur „sinngemäss", sofern die Gruppenbildung „im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft" erfolgt[2119]. Deshalb wird die Angebotspflicht nur ausgelöst, wenn die Bildung der Gruppe tatsächlich zur gemeinsamen Beherrschung der betreffenden Gesellschaft führt bzw. die Aktionäre, welche die Gruppe bilden, beabsichtigen, mit dieser Gruppe die Zielgesellschaft zu beherrschen[2120]. Der übernahmerechtliche Gruppenbegriff ist daher trotz des Verweises in Art. 31 BEHV-FINMA enger definiert als der für die Meldepflicht massgebende Gruppenbegriff[2121]. Diese Differenzierung ist wegen der tiefgreifenden finanziellen Konsequenzen der Angebotspflicht und der unterschiedlichen Zwecke von Angebots- und Meldepflicht auch sachgerecht: Die Meldepflicht dient zur Sicherstellung der Transparenz und erfordert von den betroffenen Aktionären nur eine Offenlegung von Information, die Angebotspflicht dagegen verpflichtet den betroffenen Aktionär bzw. die entsprechende Gruppe zu einem Angebot, mit dem ein erheblicher Kapitaleinsatz verbunden ist. Eine Gruppenbildung, welche die Gruppenmitglieder zu einem Angebot zwingt, darf daher nicht leichtfertig angenommen werden, sondern nur dann, wenn die betreffende Gruppe von Aktionären tatsächlich die Kontrolle über die Zielgesellschaft anstrebt und somit die Gruppenbildung diesem Zweck dient[2122].

Im Sinne der oben dargestellten Überlegungen liegt keine übernahmepflichtige Gruppe vor, wenn die Zusammenarbeit bzw. der Abschluss von Vereinbarungen zwischen Aktionären einer Gesellschaft nicht zu einer Koordination des Stimmverhaltens führt, da ohne Koordination des Stimmverhaltens eine gemeinsame Beherrschung oder Beeinflussung der Gesellschaft gar nicht möglich ist[2123]. Daher führt eine Zusammenarbeit bzw. Vereinbarung zwischen Aktionären, die sich allein im gemeinsamen Erwerb, in der gemeinsamen Veräus-

---

2119 Das Bundesgericht hat im Fall Quadrant (BGE 130 II,566 ff.) festgestellt, dass diesem Tatbestandselement bei der Auslegung von Art. 31 BEHV-FINMA eine selbständige und zentrale Bedeutung zukommt; vgl. Verfügung EBK vom 12.Juli 2005 i.S. Romande Energie Holding (E.27); Gotschev (2005), S. 239; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 23 f.; kritisch zur konkreten Bedeutung der Formel „im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft": Gotschev (2005), S. 258 f.; Iffland (2004), S. 162 ff.

2120 BGE 130 II 556 ff.; Verfügung der EBK vom 29. Mai 2008 i.S. Sulzer (E.54); Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Tornos (E2.2.2); Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 28. März 2006 i.S. Adecco (E1.2.2); Tschäni/Gotschev (2005), S. 138; vgl. zur Problematik der Auslösung der Angebotspflicht durch Gruppenbildung, Böckli (2004), S. 741; Schärer/Aregger (2003), S. 151; Höhn (2008), S. 36.

2121 Empfehlung der UEK vom 24. August 2004 i.S. SGF (E.1.2.3); Tschäni (2004a), S. 199; Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 39 zu Art. 32 BEHG. Vgl. Gotschev (2005), S. 259 ff.; vgl. zu dieser Differenzierung Kistler (2001), S. 154 ff.; Höhn (2008), S. 28 f.

2122 Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 48 zu Art. 32 BEHG; Tschäni (2004a), S. 199; vgl. Schleiffer (2006), S. 162.

2123 Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Tornos (E2.2); Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2004 i.S. Kühne & Nagel (E.1.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2004 i.S. Vontobel Holding; vgl. Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech Holding; Margiotta/Chabloz (2005), S. 201; vgl. Kistler (2001), S. 156 ff.; vgl. aber Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2003 i.S. Richemont (E1.1.1.), wo die UEK – wahrscheinlich im Sinne der alten Praxis vor dem Quadrant-Entscheid des Bundesgerichtes (BGE 130 II 550) – eine Gruppe annahm, obwohl nur Vorkaufsrechte zwischen den Parteien bestanden.

serung oder in einem gemeinsamen Veräusserungsverbot (Lock-up) von Aktien erschöpft, von vornherein nicht zu einer Angebotspflicht[2124], obwohl die entsprechende Vereinbarung bzw. Zusammenarbeit die Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG auslöst[2125]. Das Gleiche gilt auch, wenn ein Aktionär einem Käufer seinen Aktienbestand in Raten verkauft und Käufer und Verkäufer auf diese Weise während der Abwicklung des Geschäftes miteinander verbunden bleiben; soweit sich die Vereinbarung in der Lieferung und Bezahlung der Aktien erschöpft und keine Zusammenarbeit bezüglich der Ausübung von Stimmrechten vorgesehen wird, entsteht in Bezug auf die Angebotspflicht keine Gruppe zwischen den beiden Parteien[2126]. Zwischen Käufer und Verkäufer von Aktien kann aber dann eine übernahmepflichtige Gruppe entstehen, wenn sich die Vereinbarung der Parteien nicht in den typisch kaufrechtlichen Pflichten erschöpft, sondern eine weitere Zusammenarbeit bzw. Koordination bezüglich der Ausübung von Stimmrechten vorgesehen wird. Vereinbaren Käufer und Verkäufer z.B. nach dem Vollzug des Kaufvertrages, ihre Stimmrechte zu koordinieren, um gemeinsam einen neuen Verwaltungsrat zu wählen, so liegt ein Aktionärbindungsvertrag vor, der, wie hinten in Ziff. III.J.3.3.1.1 dargestellt, zur Gruppenbildung führt.[2127]

Im Fall Vontobel/Raiffeisen[2128] hielt die Übernahmekommission im Sinne eines zusätzlichen Erfordernisses für die Gruppenbildung fest, dass eine Gruppe nur vorliegen kann, wenn jedes der Gruppenmitglieder einen massgeblichen Einfluss auf die Willensbildung der Gruppe hat. In diesem Fall nahm die Übernahmekommission an, dass zwischen den Mitgliedern des Vontobel-Familienpools und dem Schweizer Verband der Raiffeisenbanken keine übernahmepflichtige Gruppe bestand, obwohl der Schweizerische Verband der Raiffeisenbanken 12,5% der Aktien der Vontobel Holding hielt und aufgrund einer Vereinbarung mit dem Aktionärspool auch das Recht erhielt, im siebenköpfigen Verwaltungsrat ein Mitglied zu stellen, da der Raiffeisenverband an der Willensbildung des Familienpools nicht teilnehmen konnte und sein Verwaltungsratsmitglied entsprechend isoliert war[2129]. M.E. erfolgte aber gerade im Fall Vontobel/Raiffeisen die Willensbildung gemeinsam: Über die Einsitznahme im Verwaltungsrat hinaus hatten die Bank Vontobel und der Raiffeisenverband nämlich eine weitgehende Zusammenarbeit vorgesehen, die dieser

---

2124 Empfehlung der UEK vom 16. April 2008 i.S. Adval Tech; Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Tornos (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 – Angebotspflicht i.S. Atel (E1.1.1); Empfehlung der UEK vom 26. Juni 2002 i.S. Tornos (E.4); Schleiffer (2006), S. 162.

2125 Dazu Ziff. II.E.3.2.

2126 Empfehlung der UEK vom 5. Mai 1999 i.S. Selecta Group (E3); Empfehlung der UEK vom 8. Dezember 2000 i.S. Kühne & Nagel (E1.3); vgl. dagegen Empfehlung der UEK vom 13. Juli 2001 i.S. Afipa und die Verfügung der EBK vom 22. Januar 2002 i.S. Afipa, wo aufgrund der Vereinbarung über die gemeinsame Beherrschung eine übernahmepflichtige Gruppe angenommen wurde; ähnlich Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Sarasin (E1.3 sowie E2) sowie Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (E1.2 sowie E2.2).

2127 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2006, i.S. Adecco (E.1.3.2); Empfehlung der UEK vom 26. März 2002, i.S. Sarasin; Empfehlung der UEK vom 8. November 2002, i.S. Jelmoli; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 24.

2128 Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2004 i.S. Vontobel Holding.

2129 Vgl. Margiotta/Chabloz (2005), S. 202 f.; Köpfli (2000), S. 175.

Einsitznahme zusätzliches Gewicht verlieh, sodass der Raiffeisenverband faktisch einen massgeblichen Einfluss erhielt, was zu einer Mitbeherrschung führte. Eine Mitbeherrschung war in diesem Fall überdies auch deshalb anzunehmen, weil die im Familienpool gebundenen Aktionäre nur zusammen mit der Beteiligung der Raiffeisengruppe eine Mehrheit an der Vontobel Holding hielten und damit Familienpool und Raiffeisenverband aufeinander angewiesen waren, um die Bank Vontobel vollumfänglich zu beherrschen. Gerade diese Überlegung zeigt, dass der Anteil der Gruppenmitglieder an der Willensbildung irrelevant ist: Entscheidend ist allein, dass sich alle in der Ausübung ihrer Stimmrechte dem Willen der Gruppe unterziehen und diesem so bei der Gesellschaft zum Durchbruch verhelfen. Die Übernahmekommission hat im Übrigen das Kriterium der massgeblichen Einflussnahme der einzelnen Gruppenmitglieder in anderen Fällen der Gruppenbildung nie zur Anwendung gebracht; insbesondere hat sie auch dann Gruppen angenommen, wenn einzelne Mitglieder einen sehr kleinen Anteil hielten und aufgrund der Machtkonstellation innerhalb der Gruppe erkennbar war, dass diese keinen Einfluss hatten[2130].

3.3.2 Kasuistik

Aufgrund der vorne dargestellten Rechtsgrundlagen lösen nach der Praxis der Übernahmekommission insbesondere folgende Fälle der Gruppenbildung die Angebotspflicht aus:

3.3.2.1 Aktionärbindungsverträge

Klassischer Fall einer Gruppenbildung, welche die Übernahmepflicht auslöst, ist der Abschluss eines Aktionärbindungsvertrages, der die gemeinsame Stimmabgabe und die Besetzung der Organe regelt[2131]. Allerdings führt nicht nur der „klassische“ Aktionärsbindungsvertrag, der eine langfristige Zusammenarbeit unter den beteiligten Aktionären regelt, zur Bildung einer Gruppe, sondern jede Vereinbarung über die Ausübung von Stimmrechten[2132]. Daher wird die Angebotspflicht auch durch eine Vereinbarung ausgelöst, die nur für eine Generalversammlung bzw. für die Durchführung einer bestimmten Kapitalmarkttransaktion getroffen wird wie z.B. für eine Sanierung[2133]. Die Ansicht

---

2130 Vgl. z.B. Empfehlung der UEK vom 26. Juni 2002 i.S. Tornos, wo einzelne Gruppenmitglieder allein schon aufgrund ihres kleinen Anteils keinen Anteil an der Willensbildung haben konnten. M.E. dürfte das Kriterium der massgeblichen Einflussnahme in der Praxis der Übernahmekommission daher keine Rolle mehr spielen.

2131 Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E1.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Februar 1999 i.S. Bär (E2); Empfehlung der UEK vom 30. August 2002 i.S. Netstal; vgl. Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (Sachverhaltsfeststellung G); Tschäni (2003a), S. 370; von der Crone (1997a), S. 56; Tschäni (2004a), S. 217; Köpfli (2000), S. 176 ff.; Margiotta (2006), S. 225: Dabei werden nicht nur rechtlich verbindliche Verträge erfasst, sondern auch blosse Gentleman’s Agreements, die letztlich in ihrer Bindungswirkung zwischen den hier behandelten Aktionärbindungsverträgen und dem nachfolgend behandeltem abgestimmten Verhalten stehen; vgl. Iffland (2004), S. 161 f.; Höhn (2008), S. 37.

2132 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.1.1.2).

2133 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. Juni 2002 i.S. Tornos (E1); Empfehlung der UEK vom 18. März 2003 i.S. 4M.

von Gotschev[2134], dass bei derartigen kurzfristigen Vereinbarungen über eine bestimmte Transaktion keine Beherrschungsabsicht vorliegt und deshalb keine Angebotspflicht ausgelöst wird, ist m.E. unrichtig: Die Beherrschungsabsicht der an dieser Vereinbarung beteiligten Aktionäre manifestiert sich allein schon darin, dass diese Aktionäre durch die Konzentration ihrer Stimmrechte die betreffende Transaktion durchsetzen und damit die weitere Entwicklung der Gesellschaft in einem wesentlichen Punkt beeinflussen[2135].

Bei einer durch einen Aktionärbindungsvertrag begründeten Gruppe werden zur Berechnung des für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwertes auch die Aktien einbezogen, die Gruppenmitglieder ausserhalb des betreffenden Aktionärbindungsvertrages halten und die deshalb von der vertraglich vereinbarten Stimmbindung nicht erfasst werden[2136], da der Gruppenbegriff auf der Koordination der Gruppenmitglieder und nicht auf der formellen Erfassung bestimmter Aktienbestände basiert[2137].

Nicht jede Vereinbarung zwischen Aktionären führt allerdings zu einer Gruppe, die der Angebotspflicht untersteht. Vereinbarungen zwischen den Aktionären, die sich auf Transaktionen zwischen diesen beziehen und keine Koordination des Stimmverhaltens vorsehen, lösen die Übernahmepflicht nicht aus[2138]. Derartige Vereinbarungen fallen, wie vorne in Ziff. III.J.3.3.1 dargestellt, nicht unter Art. 31 BEHV-FINMA, da sie nicht „im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft" abgeschlossen worden sind; für die Beherrschung der Zielgesellschaft wäre eine Einigung über die Ausübung der Stimmrechte notwendig. In diesem Sinne lösen insbesondere folgende Vereinbarungen zwischen Aktionären keine Angebotspflicht aus:

- Vereinbarung zwischen Aktionären über die gemeinsame Veräusserung oder den gemeinsamen Erwerb von Aktien, die sich auf die betreffende Transaktion beschränken und keine Koordination des Stimmverhaltens vorsehen. Derartige Vereinbarungen lösen allerdings die Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG[2139] aus, da eine meldepflichtige Gruppe bereits

---

2134 Gotschev (2005), S. 251.

2135 Iffland (2004), S. 165; die Kurzfristigkeit der Bindung kann allerdings Grund für die Gewährung einer Ausnahme im Sinne von Art. 39 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA sein.

2136 Kistler (2001), S. 210 ff.; Iffland/Vaisy (2000), S. 134; Höhn (2008), S. 38.

2137 Im Allgemeinen kann angenommen werden, dass die betreffenden Aktionäre auch bezüglich der „freien" Aktienbestände in gleicher Weise entscheiden wie bezüglich der gebundenen, da sie sonst kaum Mitglieder der betreffenden Gruppe wären; Iffland (2004), S. 147 f.

2138 BGE 130 II 558.

2139 Vgl. dazu vorne, Ziff. II.E.3.2. Ein Beispiel einer derartigen Differenzierung zwischen meldepflichtiger und angebotspflichtiger Gruppe stellt die Zusammenarbeit von Crédit Suisse und Doughty Hanson im Rahmen der Veräusserung der in der Sanierung der Tornos-Gruppe erworbenen Beteiligung an der Tornos dar: Während die Offenlegungsstelle der SWX aufgrund der gemeinsamen Beauftragung eines Investment-Bankers eine meldepflichtige Gruppe annahm, stellte die UEK fest, dass die entsprechende Gruppe nicht der Übernahmepflicht unterstehe; Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Tornos (E2.2); Tschäni (2004a), S. 218; vgl. Gotschev (2005), S. 257.

dann entsteht, wenn Aktionäre eine Abrede über den gemeinsamen Verkauf oder Erwerb von Aktien treffen[2140].

- Kaufverträge zwischen Aktionären, die sich auf den Kauf bzw. Verkauf der Aktien sowie die damit direkt zusammenhängenden Abreden beschränken, aber keine Bestimmungen über die Ausübung von Stimmrechten enthalten[2141]. Soweit Kaufverträge nur einen Leistungsaustausch zwischen den Parteien, aber kein weiteres Zusammenwirken betreffend Ausübung von Stimmrechten vorsehen, qualifizieren sie sich weder als übernahmerechtliche noch als meldepflichtige Gruppe. Eine Gruppe, die sowohl melde- wie auch angebotspflichtig ist, kann allerdings zwischen Käufer und Verkäufer entstehen, wenn der Verkäufer einen Teil seines Aktienbestandes behält und mit dem Käufer eine Vereinbarung über die Ausübung der Stimmrechte bzw. die Besetzung der Organe trifft[2142].

- Verträge zwischen Aktionären, die sich auf Vorkaufsrechte beschränken, aber keine Koordination der Stimmrechte vorsehen[2143]. Da diese Verträge sich allein auf einen zukünftigen Leistungsaustausch beziehen, können sie nicht als übernahmepflichtige Gruppe qualifiziert werden.

3.3.2.2 Gruppenbildungen durch abgestimmtes Verhalten

Eine angebotspflichtige Gruppe kann auch entstehen, wenn zwischen den einzelnen Gruppenmitgliedern kein formeller Aktionärbindungsvertrag abgeschlossen wird, aber einzelne Aktionäre ihr Verhalten im Hinblick auf die Beherrschung der Gesellschaft bewusst aufeinander abstimmen[2144]. Nach der bundesgerichtlichen Praxis entsteht eine angebotspflichtige Gruppe durch bewusste Abstimmung allerdings nur, wenn die betreffenden Aktionäre ihre Einzelinteressen dem Gesamtinteresse der Gruppe unterordnen, um so die

---

2140 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. II.E.3.2 vorne.

2141 Empfehlung der UEK vom 28. März 2006 i.S. Adecco (E1.3.2);

2142 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Bank Sarasin (m.E. wäre es allerdings sachgerecht gewesen, in diesem Falle keine gemeinsame Beherrschung durch eine Gruppe anzunehmen; vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.J. 5.2.1.6 hinten); Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli; Empfehlung der UEK vom 30. August 2002 i.S. Netstal (E.1); Tschäni (2003a), S. 370 f.; vgl. Wey (2002), S. 201; Margiotta/Chabloz (2005), S. 203. Tschäni (2004a), S. 215 f.; zu einer derartigen bewussten Abstimmung kommt es insbesondere auch, wenn verschiedene Parteien als Aktionäre im Rahmen einer Sanierung zusammenarbeiten bzw. zusammen Aktien erwerben, da die Sanierung nur möglich ist, wenn die betreffenden Aktionäre Einfluss auf die Willensbildung nehmen. Vgl. Empfehlung der UEK vom 21. November 2000 i.S. Complet-e Holding; vgl. Kistler (2001), S. 247 f.

2143 Die UEK vertrat im Fall Richemont eine andere Ansicht (Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2003 i.S. Richemont, E.1.1.1). Dieser Entscheid erfolgte allerdings noch vor dem Quadrant-Entscheid, in dem das Bundesgericht ausdrücklich festhielt, dass eine Vereinbarung nur von Art. 31 BEHV-FINMA erfasst werden kann, wenn sie sich auf die Beherrschung der betreffenden Gesellschaft bezieht bzw. geeignet ist, zur Beherrschung der Gesellschaft zu führen.

2144 BGE 130 II 550 f.; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3); Empfehlung der UEK vom 18. März 2003 i.S. 4M (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 7. Oktober 1999 i.S. TAG Heuer; Margiotta/Chabloz (2005), S. 204. Tschäni (2004a), S. 221 ff.

Beherrschung der Zielgesellschaft zu erreichen[2145], d.h. eine rechtliche oder mindestens moralische Verpflichtung eingehen, die Stimmrechte, über die sie verfügen, im Sinne der Gruppe auszuüben[2146]. In diesem Sinne muss das gemeinsame Vorgehen einen gewissen Mindestgrad an Intensität aufweisen, deren Ausdruck einerseits in einem inneren Verpflichtungswillen der Beteiligten und andererseits in einer äusseren Organisiertheit, d.h. dem Auftritt als Gruppe, Ausdruck findet[2147]. Zur Bildung einer Gruppe genügt es dagegen nicht, dass die betreffenden Aktionäre in einer bestimmten Situation ihre Aktionärsrechte im gleichen Sinne ausüben, weil sie gleiche oder ähnliche Interessen haben, da in derartigen Situationen jeder Aktionär im Sinne seiner eigenen Interessen handelt und sich nicht einem Gruppeninteresse unterordnet[2148]. Auch die Kontaktnahme zwischen Aktionären vor einer Generalversammlung und die gegenseitige Mitteilung der eigenen Absichten führen noch nicht zu einer Gruppenbildung, solange die betreffenden Aktionäre in der Ausübung ihrer Stimmrechte frei bleiben, da es auch in diesem Fall wiederum an der Unterordnung unter Gruppeninteressen fehlt[2149]. Würden bereits derartige Kontakte und der Gedankenaustausch zwischen Aktionären vor der Generalversammlung zur Gruppenbildung im Sinne von Art. 31 BEHV-FINMA führen, so würde im Übrigen das fundamentale Prinzip der Corporate Governance, dass die Aktionäre im Rahmen der Generalversammlung das höchste Organ der Gesellschaft bilden, untergraben, da den Aktionären die Möglichkeit genommen würde, vor der Generalversammlung durch gegenseitigen Gedankenaustausch über die anstehenden Anträge und Abstimmungen ein Gegengewicht zum Verwaltungsrat zu bilden[2150].

Der Umstand, dass für die Bildung einer Gruppe durch informelle Abstimmung auf das Kriterium der Unterordnung unter die Gruppe abgestellt wird, bedeutet allerdings nicht, dass im einzelnen Fall der subjektive Wille zur Unterordnung strikt nachgewiesen werden muss, da derartige innere Tatsachen letztlich gar nicht nachgewiesen werden können[2151]. Es genügt, wenn das gemeinsame Handeln eine Beherrschung objektiv ermöglicht und

---

2145 BGE 130 II 550; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3); Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 44 zu Art. 32 BEHG; vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Bank Sarasin (E.1); Empfehlung der UEK vom 13. Juli 2001 i.S. Afipa (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4.2).

2146 Vgl. den in der Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss erwähnten Fall der Kooperation zwischen Almea und Lufthansa, die eine gemeinsame Gesellschaft gründeten, um die Mehrheit der Swiss zu erwerben.

2147 Verfügung 402/01 der UEK vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec (E.2); Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3.3).

2148 Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3.2); Margiotta/Chabloz (2005), S. 204; Böckli (2004), § 7 N. 70; Hofstetter (1998c), S. 292; vgl. Kistler (2001), S. 160; Höhn (2008), S. 38 f.

2149 Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.3.2); Margiotta/Chabloz (2005), S. 204 f.; Watter/Rampini (2001), S. 21.

2150 Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E.4.1); von der Crone (1996), S. 60; Tschäni/Gotschev (2005), S. 139; Margiotta/Chabloz (2005), S. 205; Köpfli (2000), S. 169; Watter/Rampini (2001), S. 20 ff.; Gotschev (2005), S. 248 f.; vgl. Höhn (2008), S. 38 f.

2151 Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 i.S. Quadrant (E1.3).

aufgrund der Umstände darauf geschlossen werden kann, dass durch die Ausübung von Stimmrechten im Gruppeninteresse eine Beherrschung angestrebt wird[2152]. In diesem Sinne wird eine angebotspflichtige Gruppe angenommen, wenn die betreffenden Gruppenmitglieder durch ihr gemeinsames, konstantes Handeln zum Ausdruck bringen, dass sie die betreffende Gesellschaft beherrschen und ihr Schicksal zukünftig lenken wollen, indem sie beispielsweise eine Absprache darüber treffen, wer in den Verwaltungsrat der Gesellschaft gewählt wird, und zumindest eine moralisch verbindliche Zusage abgeben, ihre Stimmrechte in diesem Sinne auszuüben[2153]. Im Fall Quadrant leitete das Bundesgericht diese Absicht der gemeinsamen Beherrschung daraus ab, dass die drei Personen, die eine Gruppe bildeten, gleichzeitig als Aktionäre, Verwaltungsratsmitglieder und Geschäftsführer der Quadrant AG tätig waren und dabei während einer relativ langen Zeit eine gemeinsame Strategie verfolgten[2154]. Die Übernahmekommission nimmt in diesem Sinne die Position ein, dass soziale Bindungen, wie insbesondere Familienbande oder eine enge Geschäftspartnerschaft, eine Gruppe entstehen lassen können, falls diese Beziehungen eine Intensität aufweisen, die dazu führt, dass die betreffenden Aktionäre nicht mehr frei über ihre Stimmrechtsausübung entscheiden[2155]. Obwohl das Abstellen auf enge Beziehungen in der Literatur zum Teil scharf kritisiert worden ist[2156], ist dieses Kriterium m.E. sachgerecht, sofern sich die enge Beziehung in einem tatsächlichen Parallelverhalten niederschlägt. Andernfalls wäre es in der Praxis äusserst schwierig bzw. unmöglich, eine Gruppenbildung nachzuweisen, da es meist völlig unmöglich ist, den Abstimmungswillen bzw. bloss mündliche Vereinbarungen oder Gentleman's Agreements nachzuweisen. In vielen Fällen, in denen sich um einzelne Aktionäre oder Berater Gruppen von Aktionären bilden, die den Versuch machen, eine Gesellschaft zu beherrschen[2157], ist es nicht möglich, mittels Dokumenten oder Zeugenaussagen die Gruppenbildung nachzuweisen, sofern sich nicht ein Mitglied der Gruppe dazu entschliesst, eine Aussage gegen die Gruppe – und gegen die eigenen Interessen – zu machen[2158]. Aufgrund dieser natürlichen Beweisproblematik könnte der vom Börsengesetz angestrebte Anlegerschutz nicht erreicht

---

2152 BGE 130 II 558; Verfügung der EBK vom 12. Juli 2005 i.S. Romande Energie Holding (E.27); vgl. zur diesbezüglichen Praxis der UEK Schärer/Aregger (2003), S. 151 f.; zur Problematik von Beweisführung und der Beweislast: Gotschev (2005), S. 218 ff.

2153 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 – Angebotspflicht i.S. Atel (E1.1.1).

2154 BGE 130 II 559, vgl. die kritische Analyse dieser Beziehung bei Tschäni (2004a), S. 223 f.; vgl. Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech.; vgl. Höhn (2008), S. 43, der die Ansicht vertritt, dass die Verwaltungsräte einer Gesellschaft eine Gruppe bilden.

2155 Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech (E.2.2.2); Empfehlung der UEK vom 15. April 2004 i.S. Compagnie industriel et commercial du gaz (E.2.2.1); Empfehlung der UEK vom 30. März 2005 i.S. Compagnie Vaudoise d'Électricité (E.2.1.1.); Tschäni/Gotschev (2005), S. 137; vgl. Gotschev (2005), S. 230 ff.

2156 Iffland (2004), S. 143 ff.; Tschäni (2004a), S. 179 ff.

2157 Vgl. beispielsweise den Versuch von Aktionären im Umfeld der BZ-Gruppe, im Frühjahr 2005 Einfluss über die Converium AG zu gewinnen.

2158 Eine derartige Aussage ist allerdings äusserst unwahrscheinlich, da der betreffende Aktionär als Gruppenmitglied ja solidarisch für die Erfüllung der Angebotspflicht haften würde.

werden, wenn überhöhte Anforderungen an den Nachweis der Unterordnung der eigenen Interessen und der Gruppeninteressen gestellt würden; zum Nachweis der Unterordnung unter die Gruppe muss es in diesem Sinne genügen, wenn enge geschäftliche oder soziale Beziehungen mit einem längeren tatsächlichem Parallelverhalten gepaart auftreten, da dann der Wille zur gemeinsamen Beherrschung im Rahmen der sozialen Bindung angenommen werden kann. Der von Tschäni/Gotschev[2159] verlangte Nachweis einer „bewussten interaktiven Kommunikation zwischen den Beteiligen" und einer entsprechenden Einigung über das Stimmrechtsverhalten ist m.E. praxisfremd, da derartige Tatbestandsmerkmale nicht nachweisbar sind, was es den Beteiligten ermöglichen würde, Unternehmen zu beherrschen, ohne dass die vom Gesetzgeber für eine derartige Situation gewollte Angebotspflicht eintritt[2160].

3.3.2.3 Gruppenbildung im Rahmen von Konzern- und anderen Beherrschungsverhältnissen

Eine Gruppe liegt gemäss Art. 10 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA insbesondere dann vor, wenn eine juristische oder natürliche Person verschiedene Gesellschaften beherrscht, die Aktien der Zielgesellschaft halten. Daher bilden sämtliche Gesellschaften eines Konzerns zusammen mit den Aktionären, welche die Konzern-Obergesellschaft beherrschen, eine Gruppe[2161]. Für die Gruppenbildung ist dabei allein entscheidend, dass eine Person bzw. Gesellschaft aufgrund von Aktienbesitz, vertraglicher Beziehungen oder anderer Umstände die Möglichkeit zur Beherrschung hat; ob sie diese Beherrschungsmöglichkeit tatsächlich wahrnimmt, ist dagegen irrelevant[2162]. Deshalb müssen Gesellschaften, die von der gleichen Person beherrscht werden, auch dann als Gruppe betrachtet werden, wenn sie keine gemeinsame Führung bzw. Konzernleitung aufweisen und die Organe der einzelnen Gesellschaften im eigenen Ermessen über die Ausübung von Aktionärsrechten an den Aktien entscheiden, die von den einzelnen Gesellschaften gehalten werden[2163].

M.E. ist es allerdings nicht sachgerecht, Konzern- und andere Beherrschungsverhältnisse im Rahmen der Gruppenbildung zu behandeln; diese Tatbestände sollten einheitlich unter dem Titel des indirekten Erwerbs behandelt werden[2164]. Im Gegensatz zu den anderen vom Gruppentatbestand erfassten Gruppen

---

2159 Tschäni/Gotschev (2005), S. 137.

2160 Vgl. Tschäni/Gotschev (2005), S. 138, die auf die Beweislast der Behörden und die Beweisschwierigkeiten hinweisen, aber daraus keine Schlüsse in Bezug auf den Anlegerschutz ziehen.

2161 Empfehlung der UEK vom 3. Dezember 2008 i.S. Orascom (E.2); Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E2.2); Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 178; Tschäni (2004a), S. 200 f.; Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 47 zu Art. 32 BEHG; Höhn (2008), S. 42.

2162 Zum Begriff der Beherrschung im Einzelnen Ziff. II.D.5.2 vorne.

2163 Köpfli (2000), S. 175; zu dieser Situation kann es insbesondere bei Private-Equity-Gesellschaften kommen, die verschiedene Unternehmen beherrschen, ohne dass sie diese im Sinne eines Konzerns einer einheitlichen Führung unterstellen.

2164 Vgl. dazu die Bemerkungen in Ziff. III.J.3.1.2; a.M. Empfehlung der UEK vom 3. Dezember 2008 i.S. Orascom (E.2.)

steht bei „Konzerngruppen“ nicht die Zusammenarbeit zwischen den Aktionären im Vordergrund, sondern allein die Beherrschung durch die Konzernobergesellschaft bzw. den beherrschenden Aktionär. Dieser hat aufgrund seiner Beherrschung die Möglichkeit, über die gesamten Aktienbestände, welche von den verschiedenen der „Gruppe“ angehörenden Gesellschaften gehalten werden, zu entscheiden und muss daher im Hinblick auf die Angebotspflicht als indirekter Besitzer der betreffenden Aktien betrachtet werden[2165].

3.3.2.4 Gruppen von kollektiven Kapitalanlagen mit gemeinsamer Fondsleitung

Eine Gruppe entsteht in Analogie zu Art. 17 BEHV-FINMA[2166] auch dadurch, dass eine Fondsleitung mehrere kollektive Kapitalanlagen leitet. Aufgrund dieser einheitlichen Leitung müssen die Bestände der einzelnen kollektiven Kapitalanlagen addiert werden, sodass die Angebotspflicht entsteht, wenn diese gemeinsam den für die betreffende Gesellschaft massgebenden Grenzwert überschreitet[2167].

3.3.3 Gruppenbildung ohne zusätzlichen Erwerb von Aktien

Genau wie bei der Meldepflicht entsteht eine Gruppe nicht nur dann, wenn verschiedene Personen Aktien neu erwerben, um eine Gesellschaft gemeinsam zu beherrschen. Eine übernahmepflichtige Gruppe kann vielmehr auch entstehen, wenn sich Aktionäre, die bereits Aktien halten, zu einer Gruppe verbinden, ohne dass sie neu Aktien erwerben[2168]. Schliessen Aktionäre einer Gesellschaft beispielsweise einen Aktionärbindungsvertrag ab, in dem sie sich darüber einigen, wie der Verwaltungsrat der Gesellschaft zusammengesetzt werden soll, so bilden sie auch dann eine Gruppe, wenn die betreffenden Aktionäre keine zusätzlichen Aktien kaufen, und müssen ein Pflichtangebot machen, wenn ihre gesamte Beteiligung den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert überschreitet.

3.3.4 Auslösung der Angebotspflicht durch Veränderungen innerhalb der Gruppe

Eine Übernahmepflicht entsteht nicht nur, wenn eine Gruppe neu gebildet wird oder eine bestehende Gruppe den für die Übernahmepflicht massgebenden Grenzwert überschreitet, sondern auch wenn sich eine bestehende Gruppe so stark verändert, dass sich aus dem Blickwinkel der Minderheitsaktionäre

---

2165 Die dogmatische Unterscheidung zwischen dem Tatbestand des indirekten Erwerbs und der „Konzerngruppe“ ist in der Praxis nur insoweit relevant, als beim indirekten Erwerb nur die beherrschende Person bzw. Gesellschaft eine Angebotspflicht hat, während beim Gruppentatbestand alle Gruppenmitglieder solidarisch für die Erfüllung der Angebotspflicht haften. Im Übrigen wird die Angebotspflicht aber bei beiden Tatbeständen in gleicher Weise, nämlich durch das Überschreiten des für die betreffende Gesellschaft geltenden Grenzwertes, ausgelöst.

2166 Dazu im Einzelnen Ziff. II.D.6 vorne.

2167 Ein Beispiel einer derartigen Gruppe findet sich in der Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E3.1), wo verschiedene von Laxey Partners verwaltete Anlagefonds eine Gruppe bildeten, deren Gesamtbestand den Grenzwert von $33^1/_3$% überschritt.

2168 Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo (E3.2); Empfehlung der UEK vom 28. März 2006 i.S. Adecco (E.2.3); Tschäni (2004a), S. 201; von der Crone (1997a), S. 55; von der Crone (1996), S. 61; Köpfli (2000), S. 167; Gotschev (2005), S. 191 f.; Iffland (2004), S. 146.

die Beherrschungsverhältnisse verändern, d.h. die Minderheitsaktionäre neuen Personen und Strategien gegenüberstehen[2169]. Die Auslösung der Übernahmepflicht durch derartige Veränderungen ist gerechtfertigt, da sich diese für die Minderheitsaktionäre wie die Auflösung der bestehenden Gruppe und die Neugründung einer neuen Gruppe auswirken und in diesem Sinne zu einem Wechsel in der Beherrschung führen. Diese Begründung zeigt aber auch die Grenzen der Übernahmepflicht; diese kann nur einsetzen, wenn die Veränderung tatsächlich derart tief greift, dass sie zu einer Änderung in den Beherrschungsverhältnissen führt, da sich Zusammensetzung oder Willensbildungsprozesse der Gruppe so stark ändern, dass sich die Minderheitsaktionäre einer neuen Situation gegenübersehen.

3.3.4.1 Änderungen in der Zusammensetzung einer Gruppe und der internen Verteilung der Aktien

Da Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG vorsieht, dass bei gruppeninternen Übertragungen eine Ausnahme von der Übernahmepflicht gewährt werden kann, muss aus dieser Bestimmung e contrario gefolgert werden, dass auch eine Änderung in der Zusammensetzung einer Aktionärsgruppe, die bisher nicht der Angebotspflicht unterstand, obwohl ihr Besitz den massgebenden Grenzwert überschritten hat[2170], die Angebotspflicht auslöst[2171]. Entsprechend dem Zweck der Übernahmepflicht, den Minderheitsaktionären bei einer Änderung der Beherrschungsverhältnisse ein Verkaufsrecht zu gewähren, löst aber nicht jede Änderung im Aktienbestand der einzelnen Gruppenmitglieder und der Zusammensetzung der Gruppe die Übernahmepflicht aus. Führt aus der Sicht der Minderheitsaktionäre[2172] eine Änderung im Aktienbestand der einzelnen Gruppenmitglieder bzw. der Zusammensetzung der Gruppe nicht zu einer Änderung der Beherrschungsverhältnisse, d.h., ist die Änderung quantitativ geringfügig und stehen daher den Minderheitsaktionären immer noch im Wesentlichen die gleichen Personen und Interessen gegenüber wie vor der Verschiebung, so wird die Angebotspflicht nicht ausgelöst[2173]. Kommt es dagegen zu quantitativ wesentlichen Veränderungen, die aus dem Blickwinkel der Min-

---

2169 Zur Sichtweise der Minderheitsaktionäre vgl. Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.2), wo die UEK die Änderungen im Konsortium, dass die Rätia Energie AG beherrschte, analysierte.

2170 Diese Situation kann sich ergeben, wenn eine Gruppe bisher unter die Übergangsbestimmungen fiel und deshalb nicht angebotspflichtig war (vgl. Ziff. III.J.2.2), oder wenn eine Gruppe bereits ein Angebot durchgeführt hat, die Aktien nach dem Angebot aber weiterhin kotiert waren. Vgl. die Situation bei Quadrant; Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2003 i.S. Quadrant.

2171 BGE 130 II 543 f.; Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance (E.3); Empfehlung der UEK vom 20. April 2007 i.S. Schmolz+Bickenbach (E.1.3) Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.2); Empfehlung der UEK vom 2. April 2001 i.S. Helvetia Patria Holding (E.2); Empfehlung der UEK vom 15. Oktober 2002 i.S. UDT (E.7); Empfehlung der UEK vom 8. Dezember 2000 i.S. Kühne & Nagel (E.1); Tschäni (2004a), S. 218; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 165; da auch interne Verschiebungen innerhalb einer Gruppe die Angebotspflicht auslösen können, gilt das für die Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG massgebende „Black Box"-Prinzip bzw. das Gruppenprivileg für gruppeninterne Verschiebungen bezüglich der Angebotspflicht nicht; Iffland (2004), S. 151 ff.

2172 Vgl. die Überlegungen der UEK bezüglich der Änderungen im Konsortium, das die Rätia Energie AG beherrschte: Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.2).

2173 Margiotta (2006), S. 225.

derheitsaktionäre zu einer Verschiebung in der Beherrschung der Gesellschaft führen, so wird die Angebotspflicht ausgelöst[2174]. Obwohl sich aus der bisherigen Praxis der Übernahmekommission keine klare quantitative Grenze für gruppeninterne Verschiebungen ableiten lässt, sollte diese m.E. bei 3% liegen, da der Gesetzgeber durch die Festlegung dieses Prozentsatzes als unterste Meldegrenze in Art. 20 BEHG zum Ausdruck gebracht hat, dass die Änderung einer Beteiligung, die dieses Ausmass überschreitet, für die übrigen Aktionäre wesentlich ist[2175]. Ist die Schwankung, die im Gesamtbestand der Gruppe wegen des Eintritts oder Austritts eines Mitgliedes auftritt, geringer bzw. bleiben gruppeninterne Verschiebungen unter diesem Grenzwert, so kommt es m.E. von vornherein nicht zu einer Angebotspflicht.

Führen Verschiebungen in der Gruppe, da sie quantitativ wesentlich sind, zur Angebotspflicht, besteht aber immer noch die Möglichkeit, eine Ausnahme gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG zu beantragen[2176], die nach der Praxis gewährt wird, wenn die Verschiebung für die Minderheitsaktionäre nicht zu einer qualitativ wesentlichen Veränderung bezüglich der Beherrschungsverhältnisse führt, d.h. aufgrund der neuen Mehrheitsverhältnisse angenommen werden kann, dass Strategie und sich Kontrolle nicht ändern[2177].

3.3.4.2 Änderungen der Absprachen innerhalb einer Gruppe

Auch eine Änderung der Absprachen innerhalb einer Gruppe kann in analoger Anwendung von Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA die Angebotspflicht auslösen[2178], wobei allerdings in Analogie zur Regelung bei Änderungen in der Zusammensetzung der Gruppe nur wesentliche Änderungen der Gruppenabsprache zur Angebotspflicht führen können. Eine Änderung der Absprache zwischen den an einer Gruppe beteiligten Parteien kann daher nur dann die Angebotspflicht auslösen, wenn die betreffende Änderung in der Absprache zu einer Änderung der Beherrschungsverhältnisse führt, sodass die Minderheitsaktionäre mit neuen Personen, Interessen und Strategien konfrontiert

---

2174 Empfehlung der UEK vom 30. März 2005 i.S. Companie Vaudoise d'Eléctricité (E2.1.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E2), wo die UEK feststellte, dass eine Änderung in der Beherrschung eines Konsortialmitgliedes, das 24,6% an der Rätia Energie hielt und aufgrund des Konsortialvertrages gewisse Vetorechte hatte, eine wesentliche Änderung darstellte, die grundsätzlich die Angebotspflicht auslöste; Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006 i.S. Zwahlen (E2.1); zu diesem Fall Margiotta (2006), S. 226; Tschäni (2004a), S. 221; vgl. dazu aber von der Crone (1997a), S. 56, der (allerdings noch vor der Entwicklung der entsprechenden Praxis durch die UEK) davon ausging, dass jede Änderung im Bestand der Gruppe zur Angebotspflicht führt, bei unwesentlichen Änderungen aber eine Ausnahme möglich sei. Vgl. Kistler (2001), S. 264 ff., der davon ausgeht, dass eine Schwankung von 5% im Gesamtbestand der Gruppe keine Angebotspflicht auslöst (vgl. S. 268 f.)

2175 Vgl. Kistler (2001), S. 264 ff.

2176 Dazu im Einzelnen hinten Ziff. III.5.2.1.1.

2177 Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 165; vgl. für dieses zweistufige Vorgehen Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.2 zur Auslösung der Angebotspflicht und E.3 zur Ausnahme von der Angebotspflicht); Empfehlung der UEK vom 10. April 2002 i.S. Intersport. Vgl. Gotschev (2005), S. 261 ff., der auf die Frage abstellt, ob es tatsächlich zu einem Kontrollwechsel kommt.

2178 Vgl. Verfügung der EBK vom 12. Juli 2005 i.S. Romande Energie Holding (E.24 ff.); Empfehlung der UEK vom 20. April 2007 i.S. Schmolz+Bickenbach (E.1.3); Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.2); von der Crone (1997a), S. 56; Köpfli (2000), S. 173.

werden[2179]. Wird dagegen nur ein bisheriger Aktionärbindungsvertrag ohne Änderung der materiellen Verpflichtung der Parteien neu formuliert bzw. präzisiert, so löst dies keine Angebotspflicht aus[2180].

3.4 Keine Auslösung der Angebotspflicht durch die Erhöhung der Beteiligung nach einem öffentlichen Angebot

Die Angebotspflicht wird nur dann ausgelöst, wenn der Aktienbestand eines Aktionärs bzw. einer Gruppe den für die betreffende Gesellschaft massgebenden Grenzwert übersteigt. Erfüllt der betreffende Aktionär seine Pflicht zur Durchführung des Angebotes nach der Überschreitung des relevanten Grenzwertes oder überschreitet er im Rahmen eines öffentlichen Angebotes diesen Grenzwert, erhält er aber nicht alle Aktien, so lösen spätere zusätzliche Käufe keine Angebotspflicht mehr aus[2181].

Fällt die Beteiligung eines Aktionärs dagegen später wieder unter den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert und steigt danach wieder über diesen hinaus, so löst dies die Angebotspflicht von neuem aus, da die Angebotspflicht durch jedes Überschreiten des massgeblichen Grenzwertes ausgelöst wird[2182].

4. Entscheid der Übernahmekommission zum Bestand einer Angebotspflicht

Besteht vor einer Transaktion Unsicherheit darüber, ob diese die Angebotspflicht tatsächlich auslöst, so kann der Anbieter gemäss Art. 61 UEV bei der Übernahmekommission eine Feststellungsverfügung beantragen, in der diese in verbindlicher Weise über den Bestand der Übernahmepflicht entscheidet[2183].

2179 Empfehlung der UEK vom 20. April 2007 i.S. Schmolz+Bickenbach (E.1.3): Im konkreten Fall wurde der Entscheidungsmechanismus innerhalb der Gruppe in der Weise verändert, dass nicht mehr alle Partner des betreffenden Aktionärbindungsvertrages ein Vetorecht hatten, sondern der grösste Vertragspartner allein entscheiden konnte. Empfehlung der UEK vom 30. März 2005 i.S. Compagnie Vaudois d'Electricité (E.2.2); Köpfli (2000), S. 173 f.

2180 Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2005 i.S. Compagnie Vaudois d'Electricité (E.2.2).

2181 Zum Teil werden daher auch öffentliche Übernahmeangebote allein mit dem Zweck gemacht, dem Anbieter weitere Käufe im Markt zu ermöglichen; ein Beispiel war das öffentliche Angebot der Corisol Holding AG für die Swiss Small Cap Invest AG, das in der Empfehlung der UEK vom 8. August 2005 i.S. Swiss Small Cap erwähnt wird. Auch wenn der beim Pflichtangebot offerierte Preis dem Mindestpreis entspricht und unter dem aktuellen Börsenkurs liegt (dies ist möglich, wenn der gemäss Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA massgebende volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes unter dem Tageskurs liegt) und für die Aktionäre entsprechend unattraktiv ist, hat der Anbieter beim späteren zusätzlichen Kauf von Aktien keine Angebotspflicht mehr, Empfehlung der UEK vom 23. November 2007 i.S. Implenia (E.2).

2182 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E.2.3); im konkreten Falle wurde allerdings eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt, da die betreffende Aktionärsgruppe den Grenzwert von $33^1/_3$% im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion nur kurzfristig unterschritt. Zu derartigen Ausnahmen: Ziff. III.J.5.2.1.3.

2183 Zum analogen Empfehlungsverfahren, das bis 31.12.2008Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juni 2004 i.S. Vontobel Holding; vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Tornos; Tschäni (2003a), S. 372; zu einem derartigen Vorabentscheid nimmt die UEK allerdings nur Stellung, wenn das Gesuch genügend substantiiert ist. Empfehlung der UEK vom 24. August 2007 i.S. Implenia, in diesem Fall musste die UEK beurteilen, ob eine Gruppe von Aktionären, die gemeinsam den Verkauf einer Aktienmehrheit an der Implenia anstrebte, der Angebotspflicht unterliegen würde, trat aber auf das Gesuch nicht ein, da noch kein Vertrag zwischen den Parteien bestand, den sie beurteilen konnte, und auch nicht klar war, inwieweit die Gruppenmitglieder während des Verkaufsvorgangs Einfluss auf die Organe der Zielgesellschaft nehmen würden.

Dabei kommt das gleiche Verfahren zur Anwendung, wie bei der Gewährung einer Ausnahme, weshalb auf die Ausführungen hinten in Ziff. III.J.5.2.3 verwiesen werden kann.

5. Ausnahmen von der Angebotspflicht

Das Börsengesetz sieht diverse Ausnahmen von der Angebotspflicht vor, wobei ein Teil dieser Ausnahmen ohne weitere behördliche Entscheidungen zur Anwendung kommt[2184], während andere Ausnahmen durch einen behördlichen Entscheid gewährt werden, der nach Abwägung der massgeblichen Interessen gefällt wird[2185]. Mit diesem System von Ausnahmen soll sichergestellt werden, dass die Übernahmepflicht nur dann zum Tragen kommt, wenn die Interessen der Minderheitsaktionäre dies tatsächlich erfordern. Fälle, bei denen trotz Überschreitung des Grenzwertes keine Beherrschung ausgeübt wird bzw. eine bereits bestehende Beherrschung ohne wesentliche Änderung nur fortgesetzt wird oder – wie gerade bei einer Sanierung – eine Übernahmepflicht weder im Interesse der Zielgesellschaft noch der übrigen Aktionäre liegt, sollen dagegen ausgeschlossen werden[2186]. Obwohl Gesetz und Verordnung eine ganze Reihe von Ausnahmen aufzählen, hat sich die Befürchtung von Böckli[2187], dass die Ausnahmen die Regeln überwuchern, nicht bestätigt. Die Empfehlungen der Übernahmekommission zeigen vielmehr, dass Pflichtangebote wesentlich häufiger sind als Ausnahmen[2188].

5.1 Gesetzliche Ausnahmen

Gemäss Art. 32 BEHG und Art. 38 BEHV-FINMA entfällt die Angebotspflicht, die durch Überschreitung des massgeblichen Grenzwertes entsteht, in folgenden Fällen[2189]:

– Erwerb durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht

  Die Angebotspflicht entfällt gemäss Art. 32 Abs. 3 BEHG, wenn eine Person durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht Aktien erworben und aufgrund einer solchen Übertragung den für das Angebot massgebenden Grenzwert überschritten hat[2190]. Diese Ausnahme ist deshalb gerechtfertigt, weil einerseits die beherrschende Position schon vor der Übertragung bestand und andererseits die Übertragung

---

2184 Im Folgenden als „gesetzliche Ausnahmen“ bezeichnet.

2185 Im folgenden als „Ausnahmen aus wichtigen Gründen“ bezeichnet

2186 Zu Zweck und System der Ausnahmen im Allgemeinen, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 31; vgl. BGE 2A.394/2000 (E.3.d).

2187 Böckli (2004), S. 741 ff.

2188 Vgl. zur Zurückhaltung der UEK betreffend Ausnahmen Empfehlung der UEK vom 3. Oktober 2006 i.S. Schmolz+Bickenbach (E.2.1 ff.).

2189 Generell zu den in Gesetz und Verordnungen vorgesehenen Ausnahmen: Böckli (2004), S. 741 f.; von der Crone (1997a), S. 56; Übersichtstabelle über die Ausnahmen bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 34.

2190 Hofstetter, N. 26 ff. zu Art. 32 BEHG; Tschäni (2003b), S. 79; Köpfli (2000), S. 144 ff.; Eggen (2007a), S. 60 f.

nicht primär auf den Willen des Erwerbers zur Bildung einer herrschenden Position zurückgeht[2191]. Schenkung, Erbgang, Erbteilung und Übergang durch eheliches Güterrecht sind im Übrigen typische Formen zur Fortsetzung des Familienbesitzes. Die entsprechende Ausnahme ermöglicht so die familieninterne Übertragung beherrschender Beteiligungen an kotierten Gesellschaften und damit die Aufrechterhaltung des Charakters als Familiengesellschaft, was im Gesetzgebungsverfahren ein wesentliches Motiv für die Einführung dieser Ausnahme war[2192].

– Erwerb durch Zwangsvollstreckung

Gemäss Abs. 32 Abs. 3 BEHG entfällt die Angebotspflicht auch, wenn eine Person Aktien in einer Zwangsvollstreckung erwirbt und dadurch den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert überschreitet. Diese Ausnahme ermöglicht die betreibungs- bzw. konkursrechtliche Verwertung einer beherrschenden Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft, ohne dass beim Übernehmer eine Übernahmepflicht ausgelöst wird[2193]. Aus ökonomischer Sicht wirkt sich diese Ausnahme letztlich zugunsten der Gläubiger aus, die damit tendenziell ein besseres Resultat erreichen bzw. die betreffende Beteiligung schneller veräussern können, da der Erwerber nicht noch zusätzlich Kapital für den Erwerb der übrigen Aktien im Rahmen eines Pflichtangebotes aufbringen muss[2194]. Aufgrund ihres Zwecks, die Position der Gläubiger durch Zwangsvollstreckung zu verbessern, gilt diese Ausnahme m.E. aber nicht nur, wenn es nach einer Pfändung oder einem Konkurs zu einer Zwangsverwertung kommt, sondern auch, wenn es in einem derartigen Verfahren oder im Nachlass mit Vermögensabtretung zum freihändigen Verkauf kommt, da die Gläubiger bei einem derartigen Verkauf in finanzieller Hinsicht genau in der gleichen Position sind wie bei einer Zwangsverwertung durch Versteigerung[2195].

– Kapitalherabsetzung mit nachfolgender Kapitalerhöhung bei Sanierung

Wird der Grenzwert nur überschritten, weil im Rahmen einer Sanierung eine Kapitalherabsetzung mit unmittelbar nachfolgender Kapitalerhöhung durchgeführt wird, so löst dies gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. a BEHV-

---

2191 Vgl. Hofstetter/Heuberger BSK, N. 67 zu Art. 32 BEHG.

2192 Meier-Schatz (1996), S. 126; Nobel (2004b), S. 937.

2193 Tschäni (2003b), S. 79; Eggen (2007a), S. 62 f.

2194 Letztlich hat der Gesetzgeber hier die Interessen der Gläubiger eines beherrschenden Aktionärs über die Interessen der Minderheitsaktionäre der betreffenden Gesellschaft gestellt. Dieser gesetzgeberische Entscheid ist m.E. sachgerecht, da die Gläubiger einen direkten Zugriff auf die Aktiven des Schuldners haben müssen und nicht noch durch die Nebenpflichten des Schuldners aus der Angebotspflicht belastet werden sollten. Vgl. aber die Kritik von Meier-Schatz (1996), S. 126, der dieses Bevorzugen der Gläubiger des Mehrheitsaktionärs zugunsten der Minderheitsaktionäre als ungerechtfertigt betrachtet.

2195 Schleiffer (2006), S. 164 f.; a.M. Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 72 zu Art. 32 BEHG.

FINMA keine Angebotspflicht aus. Diese Ausnahme kann allerdings nur zur Anwendung kommen, wenn ein bestehender Aktionär in einer auf eine Kapitalherabsetzung folgenden Kapitalerhöhung Aktien zeichnet und wegen des Verzichts anderer Aktionäre auf die Teilnahme an der Kapitalerhöhung nach dieser Transaktion einen Aktienbestand hält, der den für die betreffende Gesellschaft relevanten Grenzwert überschreitet[2196]. Wenn dagegen Dritte Aktien in einer Sanierung erwerben oder ein bestehender Aktionär im Rahmen der Kapitalerhöhung über seine Bezugsrechte hinaus Aktien zeichnet, so ist diese gesetzliche Ausnahme nicht anwendbar. In einem derartigen Fall unterliegt der Erwerb grundsätzlich der Angebotspflicht, wenn der betreffende Aktionär bzw. die betreffende Gruppe den massgebenden Grenzwert überschreitet. Der von der Übernahmepflicht betroffene Aktionär kann in dieser Situation allerdings gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG bei der Übernahmekommission eine Ausnahme beantragen[2197].

– Festübernahme

Gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA sind Banken oder Effektenhändler bzw. Emissionssyndikate nicht zu einem Angebot verpflichtet, wenn sie den für das Pflichtangebot massgebenden Grenzwert im Rahmen einer Festübernahme überschreiten und sich verpflichten, die den Grenzwert überschreitenden Beteiligungspapiere innerhalb von drei Monaten wieder zu veräussern[2198]. Die Übernahmekommission kann diese Frist in begründeten Fällen verlängern, was insbesondere dann nötig ist, wenn die betreffende Emission aufgrund ungünstiger Kapitalmarktverhältnisse nicht in der gewünschten Art durchgeführt werden kann und die Emissionsbanken während längerer Zeit auf den in der Festübernahme erworbenen Aktien sitzen bleiben[2199]. Diese Ausnahme ist letztlich notwendig, um grosse Kapitalerhöhungen sowie vor allem IPO zu ermöglichen. Würden Festübernahmen nicht von der Angebotspflicht ausgenommen, so würden sich wohl auch keine Emissionsbanken mehr finden, die allein oder im Rahmen eines Konsortiums Festübernahmen in einem Betrag machen, der über den für Pflichtangebote geltenden Grenzwert hinausgeht.

Kann ein Übernehmer sich auf eine Ausnahme gemäss Art. 32 Abs. 3 BEHG berufen, da er eine Beteiligung durch Schenkung, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben hat, wirkt die Ausnahme direkt von Gesetzes wegen, weshalb kein Gesuch zur Befreiung von der Angebotspflicht

---

2196 Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 74 zu Art. 32 BEHG; Köpfli (2000), S. 198; Bernet (1998), S. 225; vgl. Empfehlung der UEK vom 21. November 2000 i.S. Complet-e.

2197 Vgl. dazu Ziff. III.J.5.2.1.5 hinten.

2198 Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 75 zu Art. 32 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 10 zu Art. 32 BEHG; Bernet (1998), S. 226; Schleiffer (2006), S. 164.

2199 Vgl. Verfügung der EBK i.S. Zürich Financial Services, EBK Bulletin 43/2003, S. 68 ff.: Die entsprechende Frist wurde auf sechs Monate verlängert.

notwendig ist[2200]. Beansprucht ein Erwerber eine Ausnahme wegen Kapitalherabsetzung und Kapitalerhöhung bei Sanierung sowie wegen Festübernahme, muss er – anders als bei den weiter hinten ausgeführten Ausnahmen aus wichtigen Gründen – kein Gesuch um eine Ausnahmebewilligung an die Übernahmekommission oder die EBK stellen. Er muss die Überschreitung des Grenzwertes gemäss Art. 38 Abs. 2 BEHV-FINMA aber der Übernahmekommission mit einer detaillierten Darstellung des Erwerbsgrundes melden[2201]. Aufgrund dieser Meldung kann die Übernahmekommission innert fünf Börsentagen ein Verwaltungsverfahren eröffnen, falls sie der Ansicht ist, dass die Voraussetzungen für den Wegfall der Angebotspflicht nicht gegeben sind[2202]. Leitet die Übernahmekommission innert dieser Frist kein Verwaltungsverfahren ein, so gilt dies als Bestätigung, dass die Voraussetzungen von Art. 38 Abs. 1 UEV erfüllt sind.[2203].

Selbst wenn die Übernahmepflicht gemäss Art. 32 BEHG bzw. Art. 38 BEHV-FINMA entfällt, muss der betreffende Aktionär selbstverständlich eine Meldung im Sinne von Art. 20 BEHG machen, da die Überschreitung des Grenzwertes von 33$^{1}/_{3}$% auch die Meldepflicht auslöst und eine Ausnahme von der Angebotspflicht nicht von der Meldepflicht dispensiert.

5.2 Ausnahmen aus wichtigen Gründen

Die Übernahmekommission kann gemäss Art. 32 Abs. 2 BEHG in berechtigten Fällen über die vorne dargestellten gesetzlichen Ausnahmen hinaus weitere Ausnahmen erlauben. Diese Ausnahmen, die in Art. 32 Abs. 2 BEHG und Art. 39 BEHV-FINMA spezifiziert werden, sollen es erlauben, von der Angebotspflicht abzusehen, wenn wichtige Gründe, die die Angebotspflicht für den Übernehmer als unzumutbar erscheinen lassen, weil trotz der Überschreitung des Grenzwertes keine Beherrschung angestrebt wird, die Beherrschungsverhältnisse durch die betreffende Transaktion nicht ändern[2204] oder, wie z.B. im Fall der Sanierung, ein Zwang zum Übernahmeangebot im Gegensatz zu den Interessen der Gesellschaft steht. Da der Zweck der Angebotspflicht im Schutz der Minderheitsaktionäre liegt, muss die Übernahmekommission bei der Beurteilung eines Gesuches um eine Ausnahme aber immer die Interessen der Minderheitsaktionäre gegen die Interessen des von der Übernahmepflicht betroffenen Grossaktionärs bzw. der Zielgesellschaft abwägen und können eine Ausnahme nur gewähren, wenn die Interessen der Minderheitsaktionäre an einem Angebot im konkreten Fall nicht überwiegen[2205].

2200 Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 73 zu Art. 32 BEHG; Tschäni (2003a), S. 372 f.

2201 Hofstetter/Heuberger BSK, N. 76 zu Art. 32 BEHG; von der Crone (1997a), S. 59; Tschäni (2003b), S. 81.

2202 Gotschev (2005), S. 198; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 32 f.

2203 Von der Crone (1997a), S. 59; Köpfli (2000), S. 197; Gotschev (2005), S. 198.

2204 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E2.4); vgl. Empfehlung der UEK vom 3. Oktober 2006 i.S. Schmolz+Bickenbach (E.2.1 ff.).

2205 Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E.2.4); Empfehlung der UEK vom 30. August 2002 i.S. Netstal (E.2.2); Gotschev (2005), S. 198.

5.2.1 Materielle Gründe für Ausnahmen aus wichtigen Gründen

In Art. 32 Abs. 2 BEHG bzw. Art. 39 BEHV-FINMA werden folgende Tatbestände als Beispiele für wichtige Gründe aufgezählt, die eine Ausnahme von der Angebotspflicht rechtfertigen können[2206]:

5.2.1.1 Verschiebungen innerhalb einer Gruppe

Wenn innerhalb einer Gruppe Aktien übertragen werden, sodass sich die Zusammensetzung der Gruppe erheblich verändert oder sogar ein Mitglied der Gruppe den für die Auslösung der Angebotspflicht relevanten Grenzwert allein überschreitet[2207], kann gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG (bei Verschiebungen in der Gruppe) bzw. gemäss Art. 39 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA (bei Überschreitung eines Grenzwertes durch ein Mitglied der Gruppe) der Gruppe bzw. dem betroffenen Aktionär eine Ausnahme gewährt werden[2208]. Zu einer derartigen Situation kann es allerdings nur kommen, wenn die Gruppe gesamthaft bereits vor diesen Veränderungen eine Beteiligung hielt, die den für die Angebotspflicht massgebenden Grundsatz überschreitet, weil die Gruppe entweder schon vor Inkrafttreten des BEHG eine Beteiligung von über 33$^{1}/_{3}$% hielt[2209] oder weil die betreffende Gruppe bereits vorher ein Pflichtangebot durchgeführt, aber nicht alle Aktien den Zielgesellschaft erhalten hat.

Grund für die Ausnahme von der Angebotspflicht bei gruppeninternen Verschiebungen ist, dass durch eine derartige Verschiebung für die Minderheitsaktionäre keine wesentliche Änderung eintritt, da die Zielgesellschaft ja immer noch durch die gleiche Gruppe beherrscht wird. Aus der Begründung dieser Ausnahme ergibt sich letztlich aber auch ihre Begrenzung: Wenn es in der Optik der Minderheitsaktionäre durch die Verschiebung zu wesentlichen Änderungen kommt, d.h. sich die Natur der Gruppe ändert und den Minderheitsaktionären deshalb andere Personen, Ideen oder Strategien gegenüberstehen, kann keine Ausnahme erteilt werden[2210].

2206 Diese Aufzählung ist nicht abschliessend, zeigt jedoch, welche Intensität die Gründe für eine Ausnahme erreichen müssen; vgl. Empfehlung der UEK vom 10. April 2002 i.S. Intersport (E.1). Köpfli (2000), S. 185; von der Crone (1997a), S. 59; Frei, Öffentliche Übernahmeangebote, S. 240.

2207 Zur Auslösung der Angebotspflicht durch Veränderungen innerhalb einer Gruppe im Einzelnen Ziff. III.J.3.3.4 vorne; vgl. Empfehlung der UEK vom 10. April 2002 i.S. Intersport (E.1).

2208 Vgl. BGE 130 II 563; vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Bank Sarasin; vgl. Empfehlung der UEK vom 1. Dezember 1999 i.S. Netstal; Hofstetter/Heuberger BSK, N. 78 ff. zu Art. 32 BEHG; Tschäni (2004a), S. 193; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 165.

2209 Vgl. die Situation bei Quadrant, BGE 130 II 543 ff.; Verfügung der EBK vom 12. Juli 2005 i.S. Romande Energie Holding (E.24 ff.); Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006 i.S. Zwahlen & Mayr.

2210 Vgl. BGE 130 II 566, wo das Bundesgericht feststellte, dass eine Ausnahme wegen Verschiebungen innerhalb einer Gruppe nur gewährt werden kann, „wenn sich dadurch die Stellung der Minderheitsaktionäre nicht zusätzlich verschlechtert"; Gotschev (2005), S. 199 f. Die Feststellung von Nobel (2005), S. 271, dass die Ausnahme betreffend Verschiebung innerhalb einer Gruppe „grosszügig" auszulegen ist, geht dagegen zu weit, da das im Gesetz verankerte Prinzip des Anlegerschutzes höher zu werten ist als der Wunsch, Gruppen nicht zu belasten, weshalb insbesondere bei einem Kontrollwechsel innerhalb der Gruppe keine Ausnahme gewährt werden sollte.

Nach der Praxis der Übernahmekommission wird eine Ausnahme wegen gruppeninterner Verschiebungen deshalb auch nur gewährt, wenn die Veränderungen in der Zusammensetzung der Gruppe nicht zu einer Änderung in Strategie und Geschäftspolitik der Gesellschaft führen; kommt es dagegen zu einer derartigen Veränderung, so müssen die Minderheitsaktionäre die Möglichkeit haben, im Rahmen eines Pflichtangebotes ihre Aktien zu verkaufen[2211]. M.E. kann aber auch keine Ausnahme erteilt werden, wenn innerhalb der Gruppe plötzlich ein neuer beherrschender Aktionär auftritt, sodass die gemeinsame Willensbildung in der Gruppe durch die Führung eines einzelnen Mitgliedes ersetzt wird und die Gruppe damit völlig in den Hintergrund tritt. Andernfalls könnte es unter dem Schutz der Gruppe zu einem schleichenden Kontrollwechsel kommen[2212].

5.2.1.2 Kapitalherabsetzung

Wie vorne dargestellt, kann ein Aktionär den Grenzwert auch überschreiten, weil die Gesamtzahl der Stimmrechte durch eine Kapitalherabsetzung reduziert wird. In einem derartigen Fall kann die Übernahmekommission gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG eine Ausnahme gewähren[2213]. Diese Ausnahme ist dadurch gerechtfertigt, dass der Anteil des betreffenden Aktionärs an der Gesamtzahl der Aktien der Zielgesellschaft steigt, ohne dass er selber aktiv tätig wird, und deshalb vermutet werden kann, dass er gar nicht die Kontrolle über die Gesellschaft anstrebt[2214]. Diese Begründung ist allerdings in den Fällen nicht stichhaltig, in denen der betreffende Aktionär auf den Kapitalherabsetzungsprozess aktiv eingewirkt und die Kapitalherabsetzung letztlich dazu benutzt hat, um die Ausdehnung seines prozentualen Anteils und damit auch seines Einflusses durch Mittel der Gesellschaft zu finanzieren[2215]. In einer derartigen Situation darf m.E. keine Ausnahme gewährt werden, da derartige Ausnahmen auf Fälle beschränkt sein müssen, in denen sich der betreffende Aktionär tatsächlich passiv verhält.

2211 Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance (E.3); Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Rätia (E.3), wo die UEK feststellte, dass die Veränderung in der Gruppe zwar quantitativ erheblich war, aber nicht zu einer Änderung der Geschäftspolitik bzw. -strategie führe, da das neue Mitglied der Gruppe keine Möglichkeit hatte, Geschäftspolitik bzw. -strategie aktiv zu beeinflussen, sondern nur über ein Vetorecht verfügte; die UEK machte aber ausdrücklich den Vorbehalt, dass die Angebotspflicht wieder auflebt, wenn es aufgrund der Veränderungen in der Gruppe zu Änderungen in Strategie und Geschäftspolitik kommt; Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006 i.S. Zwahlen & Mayr (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 23. März 2006 i.S. Quadrant (E.1.2). Vgl. BGE 2A.394/2000 i.S. Baumgartner (E.5.c); Verfügung der EBK vom 22. Februar 2002 i.S. Afipa (E.7.c); Verfügung der EBK vom 12. Juli 2005 i.S. Romande Energie Holding (E.24 ff.); Margiotta (2006), S. 226 f.

2212 Empfehlung der UEK vom 10. Februar 2006 i.S. Zwahlen & Mayr (E2.2.2), wo die UEK eingehend abklärt, ob im Rahmen der Verschiebungen der Aktionärsgruppe ein einzelner Aktionär neu die Kontrolle übernommen hatte; vgl. Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 79 zu Art. 32 BEHG; Hofstetter (1998c), S. 294; Rundschreiben Nr. 2 der UEK vom 21. Mai 1997, Ziff. II.3; Köpfli (2000), S. 189 f.

2213 Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. April 2001 i.S. Helvetia Patria Holding (E.1); vgl. Tschäni (2003a), S. 374.

2214 Vgl. Hofstetter/Heuberger BSK, N. 82 zu Art. 32 BEHG; Eggen (2007a), S. 67 f.

2215 Köpfli (2000), S. 190; Gotschev (2005), S. 201.

5.2.1.3 Kurzfristige Überschreitungen des Grenzwertes

Wenn die Überschreitung des Grenzwertes nur vorübergehender Natur ist, kann gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG eine Ausnahme von der Übernahmepflicht gewährt werden[2216]. Derartige kurzfristige Überschreitungen, die nicht mit der Absicht verbunden sind, Kontrolle zu erringen bzw. auszuüben, ergeben sich vor allem bei Kapitalmarkttransaktionen. Aufgrund der spezifischen Transaktionsstruktur bzw. des Ablaufs einer Kapitalmarkttransaktion kann sich der Bestand eines Aktionärs oder einer Gruppe plötzlich über einen Grenzwert hinausbewegen. Sofern der Bestand nach Durchführung der Transaktion wieder unter den Grenzwert sinkt und während der Zeit der Überschreitung die entsprechenden Stimmrechte nicht ausgeübt werden, gewährt die Übernahmekommission normalerweise eine Ausnahme, was mangels Beherrschungsabsicht des betreffenden Aktionärs sachlich gerechtfertigt ist. In diesem Sinne kann eine Ausnahme gewährt werden, wenn ein Aktionär in einer Kapitalerhöhung Aktien mit der Verpflichtung übernimmt, sie den übrigen Aktionären im Rahmen der Ausübung von Bezugsrechten oder Aktionärsoptionen abzugeben[2217]. Das Gleiche gilt auch, wenn ein Aktionär im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion in einem bestimmten Zeitpunkt den Grenzwert überschreitet, weil er im Rahmen einer Kapitalerhöhung bereits Aktien erworben hat, die Kapitalerhöhung selber aber noch nicht im Handelsregister eingetragen ist[2218], sein Anteil nach Durchführung der gesamten Transaktion aber wieder unter den Grenzwert sinkt[2219]. Eine Ausnahme wird in der Praxis aber auch gewährt, wenn ein Aktionär unbeabsichtigt den massgebenden Grenzwert überschreitet und seine Aktien unmittelbar nachher wieder verkauft[2220], was m.E. wohl nur damit gerechtfertigt werden kann, dass der betreffende Aktionär aufgrund seines fahrlässigen Vorgehens keinerlei Absicht hat, die Kontrolle über die Gesellschaft zu erwerben.

Der Begriff der „kurzen Frist" wird in Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG nicht definiert; in Anlehnung an Art. 38 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA kann allerdings auf

---

2216 Vgl. Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 83 zu Art. 32 BEHG; Köpfli (2000), S. 191.

2217 Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. Schmolz+Bickenbach (E.2); ähnlich gelagert war auch der in der Empfehlung der UEK vom 20. Juni 2008 i.S. Helvetia geschilderte Fall, wo der Grenzwert nur deshalb überschritten wurde, weil die Zielgesellschaft selbst Aktien zurückkaufte, diese dann aber im Rahmen einer Kapitalerhöhung sofort wieder vernichtete, wodurch der Grenzwert wieder unterschritten wurde; im konkreten Fall war der Bestand der Gesellschaft an eigenen Aktien wesentlich, da die Gesellschaft selbst Teil einer Gruppe war.

2218 Vgl. zu dieser Konstellation Ziff. III.J.2.1 vorne; in diesen Fällen steigt der Anteil des betreffenden Aktionärs zwischen dem Zeitpunkt, in dem er die Aktien erhält und dem Zeitpunkt, in dem die Kapitalerhöhung im Handelsregister eingetragen wird, überproportional an, sinkt aber mit der Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister wieder entsprechend ab; vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. Von Roll (E.3 sowie E.2.3); Schleiffer (2006), S. 168.

2219 Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. Von Roll (kurzfristige Überschreitung aufgrund einer stufenweisen Durchführung der Kapitalerhöhung); vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Oktober 2003 i.S. SC Turnaround Invest AG; Empfehlung der UEK vom 17. August 2001, i.S. Netstal (E.1.2); Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.3.6).

2220 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 betreffend SGF; Empfehlung der UEK vom 27. Mai 1998 i.S. Züri Valore; Empfehlung der UEK vom 17. Dezember 1998 i.S. Christ.

die dreimonatige Frist, die für die Ausnahme bei Festübernahmen gilt, zurückgegriffen werden[2221]. Nur bei ausserordentlichen Umständen, die nicht vom angebotspflichtigen Aktionär selbst beeinflusst worden sind, kann m.E. bei längeren Fristen noch eine Ausnahme wegen kurzfristigen Haltens gewährt werden[2222].

Die Ausnahme wegen nur kurzfristiger Überschreitung des Grenzwertes ist gerechtfertigt, da der betreffende Aktionär bei einer lediglich temporären Überschreitung des Grenzwertes nicht die Kontrolle über die Gesellschaft anstrebt[2223]. Im Sinne dieser Begründung ist eine Ausnahme wegen kurzfristiger Haltedauer allerdings von vornherein ausgeschlossen, wenn der betreffende Aktionär während der Haltedauer die mit den betreffenden Aktien verbundenen Stimmrechte ausübt und damit zum Ausdruck bringt, dass er die mit seiner Beteiligung verbundene Beherrschungsmöglichkeit ausnützen will und dass er – wenn auch nur temporär – die Kontrolle anstrebt[2224].

Um sicherzustellen, dass die Ausnahme wegen kurzfristiger Überschreitung des Grenzwertes nicht missbraucht wird, muss sie immer mit der Auflage verbunden werden, dass die den Grenzwert überschreitenden Titel innerhalb einer bestimmten Frist wieder verkauft werden[2225] bzw. dass bei einer transaktionsbedingten Überschreitung des Grenzwertes der Bestand des betreffenden Aktionärs nach Abschluss der Transaktion tatsächlich wieder unter den Grenzwert sinkt.

In Analogie zu Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG gewährt die Übernahmekommission auch dann eine Ausnahme von der Angebotspflicht, wenn der Stimmrechtsbestand eines Aktionärs, der über dem für ein Pflichtangebot massgebenden Grenzwert liegt, wegen einer Kapitalmarkttransaktion kurzfristig unter diese Grenze fällt, nach dem Vollzug der Transaktion diese

---

2221 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Flughafen Immobilien-Gesellschaft (E.2); Gotschev (2005), S. 201.

2222 Derartige Umstände liegen beispielsweise vor, wenn es aufgrund ausserordentlicher Marktverhältnisse, wie sie z.B. im Herbst 2001 herrschten, praktisch unmöglich ist, die betreffenden Aktien zu verkaufen.

2223 In der Praxis der UEK werden dabei Zeitspannen von wenigen Tagen bis zu zwei Monaten toleriert; vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 1998 i.S. Züri Valore; Empfehlung der UEK vom 17. Dezember 1998 i.S. Christ; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 168.

2224 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.3.6); Empfehlung der UEK vom 7. November 2001 i.S. Crossair (E.2.1); Wey (2002), S. 200.

2225 Empfehlung der UEK vom 26. Juni 2002 i.S. Tornos (E.2.1.1); Empfehlung der UEK vom 7. November 2001 i.S. Crossair (E.1.1); Empfehlung der UEK vom 2. April 2001 i.S. Helvetia (E.1.2).

Grenze aber wieder überschreitet[2226]. Diese Art der Ausnahme ist gerechtfertigt, da sich die Beherrschungsverhältnisse aus der Sicht der Minderheitsaktionäre durch eine derartige Transaktion nicht ändern. Sie ist m.E. aber nur zu gewähren, wenn die kurzfristige Unterschreitung auf äussere Umstände, wie die Durchführung einer Kapitalmarkttransaktion der betreffenden Gesellschaft, zurückzuführen ist, nicht aber wenn sich eine Unterschreitung aus den Bedürfnissen des betreffenden Aktionärs selbst ergibt, weil dieser z.B. seine Beteiligung refinanzieren muss, indem er sie Dritten verkauft und sie später wieder zurückkauft. Würde in Fällen, in denen diese kurzfristige Unterschreitung ausschliesslich auf Dispositionen des Aktionärs zurückzuführen ist, ebenfalls eine Ausnahme gewährt, so würde damit der Grundsatz, dass jede Überschreitung des für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwertes die Angebotspflicht auslöst, ausgehöhlt.

5.2.1.4 Kapitalerhöhung oder Gratisaktien

Wenn der Grenzwert überschritten wird, weil ein Aktionär in einer Kapitalerhöhung Bezugsrechte ausgeübt oder Gratisaktien erhalten hat, kann dem betreffenden Aktionär gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. d BEHG eine Ausnahme gewährt werden[2227]. Diese Ausnahme kann sachlich damit gerechtfertigt werden, dass der betreffende Aktionär nicht aktiv auf eine Ausdehnung seines Anteils hinarbeitet, sondern nur passiv die ihm zukommenden Bezugsrechte ausübt bzw. Gratisaktien entgegennimmt.

Entsprechend dem Wortlaut und dem Zweck dieser Ausnahme kann sie nur geltend gemacht werden, wenn der betreffende Aktionär den für ein Pflichtangebot massgebenden Grenzwert allein deshalb überschreitet, weil er die ihm zukommenden Bezugsrechte ausübt bzw. Gratisaktien entgegennimmt. Erwirbt er dagegen zusätzliche Bezugsrechte bzw. Anrechte auf Gratisaktien, und überschreitet deshalb den für Pflichtangebote massgebenden Grenzwert, so kann keine Ausnahme gewährt werden, weil er in einem derartigen Fall aktiv auf die Ausdehnung seiner Beteiligung hinwirkt und es keinen sachlichen Grund gibt, den Erwerb von Aktien durch den Kauf von Bezugsrechten bzw. Anrechten auf Gratisaktien gegenüber dem direkten Erwerb von Aktien zu privilegieren. Entsprechend dieser Einschränkung wird Art. 32 Abs. 2 lit. d BEHG selten zum Tragen kommen, da der prozentuale Anteil eines Aktionärs nicht steigt, wenn er die auf ihn entfallenden Bezugsrechte ausübt oder Gratisaktien bezieht, da bei der entsprechenden Kapitalerhöhung der Aktienbesitz

---

2226 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E.2.4); Empfehlung der UEK vom 25. Februar 1999 i.S. Bär (E.4 sowie 5.1); Schleiffer (2006), S. 168; zu einer derartigen Situation kann es kommen, wenn der Bestand eines Aktionärs knapp über dem für die Übernahmepflicht massgebenden Grenzwert liegt und die betreffende Gesellschaft eine Kapitalerhöhung durchführt, bei der zunächst ein Bankenkonsortium die Aktien zeichnet, diese dann aber den Aktionären aufgrund von Bezugsrechten verkauft. Da der Grenzwert aufgrund der Handelsregistereintragung berechnet wird, kann der Anteil des betreffenden Aktionärs nach Übernahme der Aktien durch das Bankenkonsortium und die Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister unter den massgebenden Grenzwert sinken. Sobald der Aktionär seine Bezugsrechte ausübt und die Aktien selbst übernimmt, steigt sein Bestand dann aber wieder über den Grenzwert an.

2227 Gotschev (2005), S. 202.

der übrigen Aktionäre normalerweise im gleichen Masse steigt[2228]. Diese Ausnahme kann daher nur dann greifen, wenn andere Aktionäre ihre Bezugsrechte nicht ausüben oder anstelle von Gratisaktien im Rahmen des Spitzenausgleichs eine Zahlung erhalten und deshalb der Anteil des von der Angebotspflicht betroffenen Aktionärs überproportional steigt[2229].

5.2.1.5 Sanierung

Wenn ein Aktionär den für Pflichtangebote massgebenden Grenzwert überschreitet, weil er im Rahmen einer Sanierung Aktien erworben hat, ist gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG eine Ausnahme möglich. Diese Ausnahme wurde bisher gewährt, wenn Kapitalerhöhungen durchgeführt wurden, um eine Unterbilanz oder Überschuldung zu beseitigen oder um die Liquidität einer Gesellschaft wiederherzustellen. Dabei ist es allerdings nicht notwendig, dass die Gesellschaft im Zeitpunkt der Kapitalerhöhung bereits eine Unterbilanz bzw. eine Überschuldung aufweist oder völlig illiquid ist. Es genügt, wenn das betreffende Unternehmen eine betriebswirtschaftliche bzw. finanzielle Schwäche aufweist, die seine Existenz kurz- bzw. mittelfristig gefährdet[2230], und wenn die Massnahmen, die zur Überschreitung des relevanten Grenzwertes führen, für die Beseitigung der Existenzgefährdung notwendig und geeignet sind[2231].

Die Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht ist in praktisch allen Fällen Voraussetzung für die Durchführung einer Sanierung bei einer Publikumsgesellschaft, da die Sanierung durch Kapitalerhöhung gar nicht möglich wäre, wenn der Aktionär bzw. die Aktionärsgruppe, die der Gesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung neue Mittel zur Verfügung stellt, zusätzlich noch die bisherigen Aktionäre auskaufen müsste. Eine Übernahmepflicht würde aber nicht nur den Mittelbedarf des sanierenden Aktionärs massiv erhöhen, sondern auch der Opfersymmetrie einer Sanierung widersprechen, da die übrigen Aktionäre, die der Gesellschaft kein zusätzliches Kapital zuführen, durch das Auskaufsangebot sogar noch Mittel erhalten würden. Letztlich wird mit dieser Ausnahme zum Ausdruck gebracht, dass in Krisensituationen das Interesse an der weiteren Existenz des Unternehmens höher zu werten ist als das Interesse der Minderheitsaktionäre, ihre Aktien zu verkaufen; diese müssen dementsprechend im Rahmen einer Sanierung die Nachteile, die ein Kontrollwechsel mit sich bringen kann, auf sich nehmen[2232].

2228 Vgl. Hofstetter/Heuberger BSK, N. 87 zu Art. 32 BEHG.

2229 Köpfli (2000), S. 192.

2230 Empfehlung der UEK vom 29. Mai 2000 i.S. Banque Cantonale de Genève; Empfehlung der UEK vom 18. März 2003 i.S. 4M Holding (E.2); Empfehlung vom 7. November 2001 i.S. Crossair (E.2); Empfehlung vom 26. Juni 2002 i.S. Tornos Holding AG (E.2); Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (E.2); Wey (2002), S. 201. Gotschev (2005), S. 202; Iffland (2001), S. 201 f.

2231 Vgl. Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2004 i.S. HPI Holding SA; Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (E.2); zum Begriff der Sanierung, vgl. Tschäni (2003b), S. 87 ff.; für eine Übersicht der bisher entschiedenen Sanierungsfälle, Tschäni (2003b), S. 98 ff.

2232 Tschäni (2003b), S. 85; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 31.

5.2.1.6 Keine beherrschende Stellung des Erwerbers

Wenn der Erwerber zwar den für die Gesellschaft massgebenden Grenzwert überschreitet, trotz dieses Erwerbs aber immer noch ein anderer Aktionär bzw. eine andere Gruppe die Zielgesellschaft beherrscht, kann gemäss Art. 39 Abs. 2 lit. a BEHV-FINMA eine Ausnahme bewilligt werden[2233]. Zu einer derartigen Situation kann es insbesondere dann kommen, wenn bereits vor dem Zeitpunkt, in dem ein Aktionär den massgeblichen Grenzwert überschreitet, der Aktienbesitz eines anderen Aktionärs über diesem Grenzwert lag, da dieser seine Beteiligung vor dem Inkrafttreten des Börsengesetzes erworben hat und damit trotz der höheren Beteiligung nie der Angebotspflicht unterstand oder weil er bereits früher ein Pflichtangebot gemacht hat, aber dabei nicht alle Aktien erworben hat[2234].

Diese Ausnahme ist sachlich gerechtfertigt, da die Vermutung, dass ein Aktionär mit der Überschreitung des Grenzwertes die Beherrschung über eine Gesellschaft erlangt, im konkreten Fall widerlegt wird[2235]. Dementsprechend kommt es für die Minderheitsaktionäre trotz der Grenzwertüberschreitung auch nicht zu einer Verschiebung der Beherrschungsverhältnisse; der bisherige Hauptaktionär beherrscht die Gesellschaft immer noch. Anders liegen die Verhältnisse allerdings, wenn der bisherige Hauptaktionär mit dem neuen Grossaktionär im Rahmen eines Aktionärbindungsvertrages oder einer ähnlichen Vereinbarung eine Verbindung eingeht. In dieser Situation bilden alter und neuer Aktionär eine Gruppe, die gesamthaft angebotspflichtig wird[2236].

Die Tatsache, dass ein Aktionär vom Verwaltungsrat nicht mit Stimmrecht in das Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen wird und daher trotz einer Beteiligung, die den massgebenden Grenzwert überschreitet, keinen direkten Einfluss auf die Gesellschaft ausüben kann, gibt dagegen keinen Anspruch auf eine Ausnahme im Sinne von Art. 39 Abs. 2 lit. a BEHV-FINMA. Art. 32 Abs. 1 BEHG hält ausdrücklich fest, dass es für die Überschreitung des Grenzwertes von 33⅓% irrelevant ist, ob die betreffenden Stimmrechte ausübbar sind.

2233 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.2.2); Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Bank Sarasin (E.1.3); dazu Wey (2002), S. 201 f.: In diesem Fall erwarb die Rabo Bank eine Beteiligung von 16,31% an der Bank Sarasin, während die geschäftsführenden Partner über eine gemeinsame Holding über 50% der Stimmrechte hielten. Diese hatten der Rabo Bank zwar eine Option zum Erwerb dieser Holding eingeräumt, hatten aber in allen Gremien und auch in der Generalversammlung die Mehrheit an der Bank Sarasin, solange diese Option nicht ausgeübt wurde, während der Rabo Bank zwar eine Vertretung im Verwaltungsrat der Bank zukam, aber keine Vetorechte, sodass ihr kein Einfluss auf die Gesellschaft zukam. M.E. wäre es in diesem Falle daher sachlich richtig gewesen, von Anfang an festzustellen, dass zwischen den bisherigen geschäftsführenden Partnern der Bank und der Rabo Bank gar keine Gruppe bestand, da der Zweck der Vereinbarung zwischen den Parteien nicht in der gemeinsamen Beherrschung des Unternehmens lag, sondern diese Beherrschung allein von den geschäftsführenden Partnern ausgeübt wurde, solange die Rabo Bank nicht die vertraglich vereinbarte Option ausübte; vgl. Köpfli (2000), S. 193, der sich zu dieser Ausnahme kritisch äussert.

2234 Vgl. Böckli (2004), S. 742.

2235 Böckli (1998b), S. 256; Gotschev (2005), S. 202.

2236 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.2).

Diese Bestimmung, die auf den Aktienbesitz und nicht die Möglichkeit zur Ausübung von Stimmrechten abstellt, würde aber untergraben, wenn eine Ausnahme von der Übernahmepflicht gewährt würde, weil die betreffenden Stimmrechte im konkreten Fall nicht ausgeübt werden können[2237]. Überdies würde die Gewährung einer derartigen Ausnahme auch dazu führen, dass der Verwaltungsrat die Angebotspflicht durch seine Eintragungspraxis beeinflussen könnte, was nicht den Absichten des Gesetzgebers entspricht. Dass die Eintragung ohne Stimmrecht nicht zu einer Ausnahme berechtigt, gilt auch, wenn die Eintragungsverweigerung in Anbetracht der anwendbaren Statutenbestimmungen und der übrigen Eintragungspraxis der Zielgesellschaft unrichtig ist, da der Grund, der zur Verweigerung der Eintragung führt, für die Angebotspflicht irrelevant ist[2238]. Ein Aktionär, der ein Pflichtangebot machen muss, der aber für seine Aktien nicht mit Stimmrecht eingetragen worden ist, kann aber immerhin das notwendige Pflichtangebot unter die Bedingung stellen, dass die der Eintragung entgegenstehende Vinkulierungsbestimmung in den Statuten aufgehoben wird bzw. dass er vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft für alle erworbenen Aktien mit vollem Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen wird[2239]. Damit kann der betreffende Aktionär das Pflichtangebot nicht abwenden, kann aber immerhin verhindern, dass er Aktien im Rahmen des Pflichtangebotes übernehmen muss, ohne dass er die Stimmrechte an diesen Aktien ausüben kann.

5.2.1.7 Indirekter Erwerb als Nebeneffekt einer Transaktion

Gemäss Art. 39 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA kann auch eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt werden, wenn der betreffende Aktionär den für die Übernahmepflicht massgebenden Grenzwert nur deshalb überschritten hat, weil er durch die Übernahme einer anderen Gesellschaft, die Aktien der Zielgesellschaft hielt, diese Aktien indirekt übernommen hat und dieser indirekte Erwerb nicht Hauptzweck der Transaktion war[2240]. Bei der Beurteilung, ob der indirekte Erwerb einer massgeblichen Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft tatsächlich nur ein Nebeneffekt der Transaktion war, stellt die Übernahmekommission darauf ab, ob der Erwerber die Haupttransaktion auch vorgenommen hätte, wenn diese nicht an der Zielgesellschaft beteiligt gewesen wäre[2241]. Da diese unternehmerische Absicht als innere Tatsache nicht direkt bewiesen werden kann, stellt die Übernahmekommission bei der Beurteilung derartiger Fälle darauf ab, ob die indirekt erworbene Beteiligung in

---

2237 BGE 2A. 394/2000; kritisch dazu Tschäni, erster Bundesgerichtsentscheid, S. 303 ff.; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juli 2000 i.S. Intersport (E2).

2238 BGE 2A 394/2000; abweichend noch die Empfehlung der UEK und die Verfügung der EBK in dieser Angelegenheit: Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2000 i.S. Baumgartner Papiers und Verfügung der EBK vom 4. August 2000 i.S. Baumgartner Papiers; dazu kritisch Tschäni, Erster Bundesgerichtsentscheid, S. 303.

2239 Vgl. dazu hinten Ziff. III.J.7.3.

2240 Tschäni (2003a), S. 375; Köpfli (2000), S. 196; von der Crone (1996), S. 63. Gotschev (2005), S. 203; vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina geschilderte Situation, bei der ein Konsortium Atel und damit indirekt auch die Sopracenerina übernahm.

2241 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E.2.3).

quantitativer Hinsicht ein wesentliches Aktivum der direkt übernommenen Gesellschaft war und ob die indirekt übernommene Gesellschaft in das Unternehmen des Übernehmers integriert wird. Sind diese Umstände gegeben, so wertet die Übernahmekommission dies als Indizien dafür, dass der indirekte Erwerb nicht bloss ein Nebeneffekt einer grösseren Transaktion war, sondern eines der Ziele der Transaktion[2242]. Daher gewährt die Übernahmekommission nur dann eine Ausnahme, wenn die indirekt erworbene Gesellschaft für die direkt erworbene Gesellschaft keine wesentliche geschäftliche Bedeutung hat[2243], und verbindet die Ausnahme auch mit der Auflage, dass die betreffende Gesellschaft nicht in die Konzernorganisation des Erwerbers integriert wird, sondern ihre wirtschaftliche Selbständigkeit behält[2244].

5.2.1.8 Erwerb der Aktien während des Kraftloserklärungsverfahrens

Wurde nach einem öffentlichen Übernahmeangebot bereits ein Kraftloserklärungsverfahren eingeleitet[2245] und erwirbt eine Person erst nachträglich eine Beteiligung, die über den massgebenden Grenzwert hinausgeht, weil der Anbieter eine wesentliche Beteiligung an der Gesellschaft an einen Drittkäufer weiterplatziert, so gewährt die Übernahmekommission eine Ausnahme von der Übernahmepflicht[2246]. Diese Ausnahme, die in der BEHV-FINMA nicht ausdrücklich vorgesehen wird, ist sachlich gerechtfertigt, da die Minderheitsaktionäre in diesem Fall ohnehin schon im Rahmen des Kraftloserklärungsverfahrens ihre Aktien verkaufen können und daher ein zusätzliche öffentliches Angebot nicht mehr notwendig ist.

Der Umstand, dass eine Gesellschaft im Zeitpunkt, in dem ein Aktionär eine Beteiligung erwirbt, die über dem massgeblichen Grenzwert liegt, bereits ein Dekotierungsgesuch gestellt oder einen Liquidationsbeschluss gefasst hat, reicht dagegen nicht aus, um eine Ausnahme von der Angebotspflicht zu rechtfertigen[2247]. Die Minderheitsaktionäre sind in diesem Fall genau gleich wie bei einer anderen Gesellschaft von einem Kontroll- und Strategiewechsel betroffen, weshalb es gerechtfertigt ist, dass ihnen der Erwerber der massgeblichen Beteiligung ein Angebot unterbreitet. Aufgrund dieser Praxis ist es insbesondere nicht möglich, der Angebotspflicht dadurch zu entgehen, dass der

---

2242 Iffland (2001), S. 202.

2243 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004 i.S. Sopracenerina: Die UBS hatte eine Mehrheitsbeteiligung an der Motor Columbus erworben, die ihrerseits die Mehrheit an der ebenfalls kotierten Atel AG hielt. Die Atel AG hielt wiederum die Mehrheit an der Sopracenerina AG. Damit hatte die UBS durch den Erwerb der Mehrheit der Motor Columbus AG indirekt eine Mehrheit an der Atel sowie auch an der Sopracenerina erworben. Da die Atel Hauptaktivum der Motor Columbus war, konnte die UBS bezüglich dieser Gesellschaft keine Ausnahme beantragen. Da die Sopracenerina dagegen eine wertmässig geringfügige Beteiligung der Atel war, die zum Kerngeschäft der Atel keine wesentlichen Beziehungen hatte, wurde der UBS bezüglich der Sopracenerina eine Ausnahme gewährt; diese Praxis wurde in der Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina bestätigt, als die UBS die Beteiligung an der Motor Columbus an ein Konsortium veräusserte; Iffland (2001), S. 202.

2244 Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E.6).

2245 Dazu im Einzelnen vorne in Ziff. III.G.6.

2246 Empfehlung vom 30. August 2002 i.S. Netstal Maschinen AG (E.2).

2247 Vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Oktober 2003 i.S. SC Turnaround Invest AG (E.1).

Verwaltungsrat der Zielgesellschaft unmittelbar nach der Überschreitung des massgebenden Grenzwertes ein Dekotierungsgesuch stellt[2248].

5.2.2 Auflagen

Die Übernahmekommission kann die Gewährung einer Ausnahme gemäss Art. 39 Abs. 3 BEHV-FINMA mit Auflagen verbinden, soweit dies notwendig ist, um die Interessen der Minderheitsaktionäre zu schützen[2249]. Um sicherzustellen, dass eine Ausnahme nur so weit und so lange zur Anwendung kommt, wie die Gründe, die für die betreffende Ausnahme sprechen, tatsächlich gegeben sind, muss die Übernahmekommission m.E. bei jeder Ausnahme mit einer Auflage sicherstellen, dass die Angebotspflicht wiederauflebt, wenn die Gründe, die zur Gewährung der Ausnahme geführt haben, dahinfallen. In diesem Sinne drängen sich insbesondere folgende Auflagen auf:

- Wird einem Erwerber eine Ausnahme gewährt, weil er den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert nur kurzfristig überschreitet, so muss diese Ausnahme mit der Auflage verbunden werden, dass der betreffende Aktionär seine Beteiligung tatsächlich innert einer bestimmten Frist unter den massgebenden Grenzwert abbaut und die Stimmrechte während der Zeit der Überschreitung nicht ausübt[2250].

- Wird eine Ausnahme gewährt, weil der Grenzwert nur wegen einer Kapitalherabsetzung bzw. der Teilnahme an einer Kapitalerhöhung überschritten wurde, so drängt sich m.E. die Auflage auf, dass der Erwerber ein Angebot machen muss, wenn er seine passive Haltung aufgibt und seine Beteiligung durch Zukäufe weiter ausbaut.

- Erteilt die Übernahmekommission eine Ausnahme, weil der indirekte Erwerb einer Beteiligung nur Nebeneffekt einer grösseren Transaktion ist, so muss sie die Auflage machen, dass die betreffende kotierte Gesellschaft weiterhin eine eigene Strategie verfolgt und operativ selbständig geführt wird. Bei einer Integration der Gesellschaft in den Konzern des Erwerbers fällt die Prämisse dahin, dass die Übernahme dieser Gesell-

---

2248 Wie vorne in Ziff. III.B.2 dargestellt, kann die Angebotspflicht auch nicht dadurch umgangen werden, dass die Zielgesellschaft ihre Aktien dekotiert, bevor ein Erwerber eine Beteiligung kauft, die über dem für Pflichtangebote massgebenden Grenzwert liegt, da die Vorschriften über Pflichtangebote auch bei dekotierten Gesellschaften zur Anwendung kommen, wenn der für das Pflichtangebot massgebende Grenzwert kurz nach der Dekotierung überschritten wird bzw. die Dekotierung Teil eines Plans ist, die Kontrolle über eine kotierte Gesellschaft zu erringen.

2249 Empfehlung der UEK vom 29. Mai 2000 i.S. Banque Cantonale de Genéve; Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E4); Tschäni (2003b), S. 99.

2250 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. November 2001 i.S. Crossair (Dispositiv Ziff. 2.a.bb); vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. Von Roll; Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Flughafen-Immobiliengesellschaft (E.4); Empfehlung der UEK vom 27. Mai 1998 i.S. Züri Valore (E.3); Empfehlung der UEK vom 26. Juni 2002 i.S. Tornos (E.3); Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E.5).

schaft nicht einer der Hauptzwecke der Transaktion war, weshalb in dieser Situation die Übernahmepflicht wieder aufleben muss[2251].

- Sofern eine Ausnahme gewährt wird, weil der Anbieter trotz seiner Beteiligung keine beherrschende Stellung hat, so ist die Auflage sinnvoll, dass er ein öffentliches Angebot machen muss, sobald die Hindernisse für die Beherrschung weggefallen sind[2252].

- Ist eine Sanierung Grund für eine Ausnahme, so macht die UEK dagegen normalerweise die Auflage, dass die Sanierung tatsächlich in der geplanten Form durchgeführt wird[2253].

5.2.3 Verfahren

5.2.3.1 Gesuch des Anbieters und Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

Will ein Aktionär eine der in Ziff. III.J.5.2.1 dargestellten Ausnahmen beantragen oder eine Feststellung erwirken, dass in einem bestimmten Fall überhaupt keine Übernahmepflicht besteht, so hat er gemäss Art. 61 Abs. 1 UEV ein Gesuch an die Übernahmekommission zu richten, die dann eine Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft einholt[2254]. In dieser Stellungnahme hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft darzulegen, in wieweit die Interessen des Unternehmens für bzw. gegen eine Übernahmepflicht sprechen. Dabei muss der Verwaltungsrat vor allem auch die Interessen der Minderheitsaktionäre berücksichtigen[2255]. Dieses Konzept, den Verwaltungsrat als Interessenvertreter der Minderheitsaktionäre zu betrachten, ist in der Praxis allerdings dann nicht zielführend, wenn der Verwaltungsrat dem Aktionär, der das Ausnahmegesuch stellt, nahesteht. In der Praxis setzt sich der Verwaltungsrat in einem derartigen Fall trotz seiner Pflicht, die Aktionäre gleich zu behandeln[2256], kaum je mit Vehemenz für die Interessen der Minderheitsaktionäre ein und betont dementsprechend auch nie Gesichtspunkte, die gegen eine Ausnahme sprechen. Um dem Problem der Interessenbindung des Verwaltungsrates zu begegnen, verlangt die Übernahmekommission in analoger Anwendung der Bestimmungen über die Stellungnahme des Verwaltungsrates zu öffentlichen Angeboten, dass der Verwaltungsrat der betroffenen Gesellschaft allfällige Interessenkonflikte einzelner Verwaltungsratsmitglieder offenlegt und auch die Massnahmen beschreibt, die er ergreift, um derartigen Interessen-

---

2251 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004 i.S. Sopracenerina; Empfehlung der UEK vom 11. November 2005 i.S. Sopracenerina (E.6); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 32.

2252 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (Ziff. 3).

2253 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. November 2001 i.S. Crossair (Dispositiv Ziff. 2.a.aa).

2254 Vgl. Verfügung der EBK vom 12. Juli 2006 i.S. Romande Energie Holding (E.20); Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (E.3.1); Vgl. Hofstetter/Heuberger BSK, N. 132 f. zu Art. 32 BEHG; von der Crone (1997a), S. 60.

2255 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E.3.1).

2256 Art. 717 Abs. 2 OR.

konflikten zu begegnen[2257]. Auch wenn damit eine gewisse Neutralität des Verwaltungsrates erreicht werden kann, zeigt sich aber, dass die Stellungnahme des Verwaltungsrates in Fällen, in denen dieser dem betreffenden Aktionär positiv gegenübersteht, nie gegen die Ausnahme ausfällt. In diesen Fällen müssen daher die Minderheitsaktionäre ihre Interessen selbst durchsetzen, indem sie die in Ziff. III.K.5.2.3.3 erwähnten Interventionsmöglichkeiten nach der Publikation des Entscheides der Übernahmekommission wahrnehmen.

5.2.3.2 Entscheid der Übernahmekommission

Die Übernahmekommission erlässt nach Erhalt der Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft eine Verfügung, in der sie über den Bestand der Angebotspflicht bzw. die beantragte Ausnahme entscheidet[2258]. Bejaht die Übernahmekommission die Angebotspflicht oder lehnt sie ein Gesuch um eine Ausnahme von der Angebotspflicht ab, so können der Gesuchsteller wie auch die Zielgesellschaft die entsprechende Verfügung in dem vorne in Ziff. III.C.2.2 dargestellten Verfahren mit einer Beschwerde beim FINMA anfechten. Stellt die Übernahmekommission dagegen fest, dass keine Angebotspflicht besteht oder gewährt sie eine Ausnahme, so kommt es zum unten dargestellten Einspracheverfahren, bei dem die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit haben, ihre Interessen direkt zu vertreten[2259].

5.2.3.3 Einspracheverfahren

Stellt die Übernahmekommission fest, dass keine Angebotspflicht besteht, oder gewährt sie eine Ausnahme von der Übernahmepflicht, so wird das Dispositiv der Verfügung und die Stellungnahme des Verwaltungsrates veröffentlicht, wobei in der Publikation darauf hingewiesen wird, dass qualifizierte Aktionäre Einsprache gegen die Verfügung der Übernahmekommission erheben können[2260]. Diese Veröffentlichung erfolgt gemäss Art. 61 Abs. 4 UEV auf deutsch und französisch in je einer deutsch- und französischsprachigen Schweizer Zeitung. Zusätzlich muss diese Publikation auch mindestens zwei Informationsdienstleistern zugestellt werden, die Börsennachrichten verbreiten[2261]. Anstelle der vollständigen Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, kann gemäss Art. 61

2257 Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2005 i.S. Calida (E.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Mai 2000 i.S. Banque Cantonale de Genève; Empfehlung der UEK vom 29. Oktober 2003 i.S. SC Turnaround Invest AG; Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004 i.S. Sopracenerina; Tschäni (2003a), S. 375; vgl. Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (E3.1); zur Stellungnahme des Verwaltungsrates zu öffentlichen Angeboten im Einzelnen Ziff. III.K.4.1.

2258 Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance.

2259 Zusätzlich bzw. parallel zum Einspracheverfahren kann die Zielgesellschaft aber auch in diesem Fall eine Beschwerde bei der FINMA erheben; vgl. das Dispositiv der Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance;

2260 Vgl. Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance (E.4).

2261 Gemäss Art. 61 UEV muss die Zustellung nach Handelsschluss und mindestens 90 Minuten vor Handelsbeginn erfolgen, um sicherzustellen, dass die Marktteilnehmer die Informationen, die sie erhalten, verarbeiten und bei der Kursbildung berücksichtigen können.

Abs. 5 UEV in den Zeitungen auch eine verkürzte Stellungnahme publiziert werden, welche sich auf die Wiedergabe der wichtigsten Angaben zur Zielgesellschaft, das Dispositiv der Verfügung und den Hinweis auf die Einsprachemöglichkeit beschränkt. In diesem Fall muss allerdings eine Internetadresse angegeben werden, auf der die vollständige Stellungnahme zugänglich ist und auch eine Möglichkeit zum kostenlosen Bezug der vollständigen Stellungnahme gewährt werden.

Nach dieser Publikation kann ein qualifizierter Aktionär[2262], d.h. eine Person, die mindestens 2% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält, bei der Übernahmekommission eine Einsprache einreichen. In Anbetracht der sehr kurzen Frist muss die Einsprache gemäss Art. 58 UEV nur summarisch begründet werden. Die Übernahmekommission muss gemäss Art. 58 Abs. 4 UEV im Rahmen der Anhörung der Parteien dem Einsprecher aber die Möglichkeit geben, seine Begehren genauer zu begründen. Die Möglichkeit, nachträglich eine detaillierte Begründung abzugeben, drängt sich schon aus Gründen der Gleichbehandlung auf. Der Aktionär, der das Verfahren mit seinem Gesuch um Ausnahme bzw. negative Feststellung der Angebotspflicht eingeleitet hat, hatte zur Begründung dieses Gesuches keinen Fristendruck. Damit wäre es stossend, wenn der vom Entscheid der Übernahmekommission direkt betroffene Minderheitsaktionär innert 5 Börsentage seine definitive Begründung abgeben müsste. Ausserdem kann der Aktionär seine Einsprache auch erst vollumfänglich begründen, wenn er Einblick in die vorhergehenden Eingaben der Zielgesellschaft und des Gesuchsstellers erhalten hat, da er in seiner Begründung auf deren Ausführungen Bezug nehmen bzw. diese widerlegen muss, wenn er Erfolg haben will.

Aufgrund der Einsprache entscheidet die Übernahmekommission neu über das Gesuch um eine Ausnahme bzw. eine Feststellung, dass keine Angebotspflicht existiert. Der entsprechende Entscheid kann je nach Inhalt vom Gesuchsteller der Zielgesellschaft oder auch von den qualifizierten Aktionären, in dem in Ziff. III.C.2.2 beschriebenen Verfahren angefochten werden.

Art. 57 und Art. 61 UEV stellen zwar das Einspracheverfahren gegen einen Entscheid der Übernahmekommission dar. Diese Bestimmungen lassen aber offen, welche Interventionsmöglichkeiten die Minderheitsaktionäre haben, wenn die FINMA über die Ausnahme entscheiden muss, weil der Gesuchsteller einen für ihn negativen Entscheid der Übernahmekommission mit Beschwerde angefochten hat. M.E. ist diese Lücke dadurch zu füllen, dass die FINMA vom Gesuchsteller eine Publikation gemäss Art. 61 Abs. 3 UEV verlangt und so den qualifizierten Aktionären der Zielgesellschaft die Möglichkeit gibt, am Verfahren vor der FINMA teilzunehmen und ihnen Akteneinsicht, sowie das Recht zur Äusserung gewährt.

[2262] Zu diesem Begriff Ziff. III.C.2.1.1 vorne.

6. Frist zur Einleitung des öffentlichen Angebotes

Gemäss Art. 37 Abs. 1 BEHV- FINMA muss ein Aktionär, der den für das Pflichtangebot massgebenden Grenzwert überschritten hat, den übrigen Aktionären innerhalb von zwei Monaten nach Überschreiten dieses Grenzwertes ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreiten[2263]. Diese Frist kann nur durch die Publikation eines Angebotsprospektes gewahrt werden. Die Voranmeldung genügt m.E. nicht, da mit der Voranmeldung ein Angebot nur angekündigt, aber nicht unterbreitet wird und daher die Aktionäre der Zielgesellschaft noch keine Möglichkeit zum Verkauf haben. Der Zweck der Angebotspflicht und der entsprechenden Frist liegt aber gerade darin, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft ihre Aktien spätestens nach Ablauf dieser Frist verkaufen können[2264].

Die Übernahmekommission kann gemäss Art. 37 Abs. 2 BEHV- FINMA aus wichtigen Gründen eine Fristverlängerung gewähren[2265], wobei das entsprechende Gesuch gemäss der Praxis der Übernahmekommission innert zwei Wochen nach Auslösung der Angebotspflicht bei der Übernahmekommission eingereicht werden muss[2266]. Wird eine derartige Fristerstreckung gewährt, so beginnt die Geltung der Best-Price-Regel allerdings mit dem Ablauf der ursprünglichen Zwei-Monate-Frist, da der Anbieter andernfalls die Fristerstreckung dazu benützen könnte, weiterhin Aktien zu einem Preis über dem Mindestpreis des Angebotes zu akkumulieren[2267]. Bei ihrem Entscheid über eine Fristverlängerung muss die Übernahmekommission die Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft an einem Verkauf ihrer Aktien gegen die Gründe abwägen, die für eine Fristerstreckung vorgebracht werden, weshalb derartige Fristerstreckungen nur gewährt werden können, wenn ein Angebot innert Fristablauf für die Beteiligten nicht sinnvoll ist[2268]. Nach der Praxis der Übernahmekommission ist eine Fristerstreckung im Sinne dieser Grundsätze möglich, wenn für den Vollzug des öffentlichen Angebotes eine behördliche Bewilligung eingeholt werden muss, da die Aktionäre der Zielgesellschaft ein Interesse daran haben, dass die Bewilligungssituation vor der Publikation des Angebotes geklärt wird und

---

2263 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E3.2); Böckli (2004), S. 742; von der Crone (1997a), S. 57; Tschäni (2003b), S. 97.

2264 Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. März 2007 i.S. GNI (E.2.1 ff.), wo die UEK offensichtlich stillschweigend davon ausgeht, dass eine Voranmeldung nicht genügt.

2265 Tschäni (2003a), S. 376; Blaas/Barraud (2008), S. 342.

2266 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.4.2).

2267 Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (E.4.2); im betreffenden Fall hatte der Aktionär, der eine Angebotspflicht hatte, tatsächlich einerseits eine Fristerstreckung verlangt, weil er das Übernahmeangebot nicht finanzieren konnte, andererseits aber weitere Aktien der Zielgesellschaft am Markt gekauft; Blaas/Barraud (2008), S. 342.

2268 Vgl. Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 105 zu Art. 32 BEHG; Köpfli (2000), S. 220 ff.

ihnen nachher ein Angebot unterbreitet wird, das keinen Bedingungen mehr untersteht[2269].

Die Übernahmekommission gewährt aber auch eine Fristerstreckung, wenn die Finanzierung des Angebotes beim Ablauf der Frist noch nicht gesichert ist[2270]. M.E. ist eine Fristerstreckung in einem derartigen Fall allerdings nicht gerechtfertigt, da eine Partei, die beim Erwerb von Aktien den für Pflichtangebote massgebenden Grenzwert überschreitet, wissen muss, dass sie die Finanzierung für den Kauf aller Aktien bereitstellen muss. Letztlich gewährt die Übernahmekommission in derartigen Fällen aber wohl nur deshalb eine Fristerstreckung, weil ein Angebot ohne Finanzierungsnachweis unzulässig ist[2271] und der Übernehmer deshalb ohne Fristerstreckung gar kein Angebot machen könnte[2272].

7. Die inhaltliche Gestaltung des Pflichtangebotes

Inhalt und Form des Pflichtangebotes richten sich grundsätzlich nach den Regeln, die allgemein für öffentliche Angebote gelten, wobei sich allerdings einzelne Abweichungen aus dem Zweck des Pflichtangebotes ergeben.

7.1 Umfang des Pflichtangebotes

Das Pflichtangebot muss sich gemäss Art. 33 Abs. 1 BEHV-FINMA auf alle kotierten Aktien und Partizipationsscheine der Zielgesellschaft beziehen[2273], während nicht kotierte Beteiligungspapiere nicht erfasst werden müssen[2274]. Soweit die Zielgesellschaft Wandel- oder Optionsrechte ausgegeben hat, muss sich das Angebot nicht auf diese beziehen, sondern wie bei einem normalen öffentlichen Angebot nur sämtliche Titel erfassen, die durch die Ausübung

---

2269 Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Angebotspflicht (E.3): Im konkreten Fall wurde die Fristerstreckung auf sechs Monate beschränkt und wurden die angebotspflichtigen Parteien im Sinne einer Auflage verpflichtet, die UEK laufend über die Fortschritte des Bewilligungsverfahrens zu orientieren. Meistens ist es allerdings nicht notwendig, ein Pflichtangebot unter die Bedingung zu stellen, dass kartellrechtliche Bewilligungen eingeholt werden. Im Normalfall muss bereits für den Erwerb einer Minderheit von über $33^1/_3$% eine kartellrechtliche Bewilligung eingeholt werden, da aus kartellrechtlicher Sicht bereits mit der Übertragung einer derartigen Beteiligung die Kontrolle an der Zielgesellschaft auf den Erwerber übergeht. Typischerweise wird das Pflichtangebot daher erst ausgelöst, wenn der Erwerber bereits eine kartellrechtliche Bewilligung für den Erwerb der Kontrolle hat.

2270 Vgl. Empfehlung der UEK vom 3. Mai 2007 i.S. GNI (E.2.3), wo der zum Angebot verpflichtete Aktionär wegen Finanzierungsproblemen sogar eine zweite Fristerstreckung verlangte; die UEK gewährte die zweite Fristerstreckung daher auch nur noch mit der Auflage, dass der betreffende Aktionär die UEK laufend über die Fortschritte betreffend Finanzierung zu informieren hat; überdies stellte die UEK auch noch den Antrag auf Suspendierung der Stimmrechte im Sinne von Art. 32 Abs. 7 BEHG (E.3 der Empfehlung).

2271 Dazu Ziff. III.D.5.

2272 Vgl. Empfehlung der UEK vom 3. Mai 2007 i.S. GNI (E.2.3). In eine ähnliche Zwangslage kommt die UEK auch, wenn ein Anbieter eine Fristerstreckung verlangt, weil er keine Prüfstelle oder keine abwickelnde Bank findet, vgl. Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI.; Blaas/Barraud (2008), S. 342.

2273 Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.9); Empfehlung der UEK vom 12. Oktober 2007 i.S. Henniez (E.4.1); Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.3.1); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.2.3); Tschäni (2003a), S. 372; Tschäni (2003b), S. 97; Gruber (1996), S. 72; von der Crone (1996), S. 51.

2274 Bernet (1998), S. 229.

dieser Wandel- oder Optionsrechte bis zum Ablauf der Angebotsfrist entstehen[2275].

Ein Pflichtangebot muss sich auch nicht auf Obligationen oder andere Schuldtitel der Zielgesellschaft beziehen, unabhängig davon, ob diese kotiert sind oder nicht, sodass diese auch nach dem Kontrollwechsel und sogar nach einer Kraftloserklärung aller früher kotierten Beteiligungspapiere weiterhin von Investoren gehalten werden[2276]. In einer derartigen Situation stellt sich die Frage, ob die Obligationäre nicht genau gleich wie Minderheitsaktionäre bei einem Kontrollwechsel schutzbedürftig sind, da sich die Qualität des Schuldners mit einer Übernahme stark verschlechtern kann und die Obligationäre deshalb nach der Übernahme keinen risikogerechten Zins mehr erhalten[2277]. Die Lösung für diese Problematik liegt aber nicht in den Übernahmeregeln, sondern in der richtigen Formulierung der Bedingungen der betreffenden Obligation. Die Emissionsbank sollte in den Bedingungen der Obligation vorsehen, dass der Bond Agent die Obligation fällig stellen kann, wenn es zu einer Übernahme kommt, die zu einer erheblichen Verschlechterung der Schuldnerqualität führt[2278].

Grundsätzlich muss ein Pflichtangebot allen Aktionären der Zielgesellschaft offenstehen. Auch bei einem Pflichtangebot können aber im Sinne der vorne in Ziff. III.D.1.3 dargestellten Purchase Restrictions ausländische Aktionäre ausgeschlossen werden, wenn eine Ausdehnung des Angebotes auf die betreffenden ausländischen Aktionäre gemäss dem an ihrem Domizil geltenden Recht widerrechtlich oder mit unverhältnismässigem Aufwand bzw. grossen Risiken verbunden ist. Dementsprechend werden auch bei vielen Pflichtangeboten Aktionäre mit Wohnsitz bzw. Sitz in den USA ausgeschlossen[2279].

7.2 Bar- und Tauschangebot

Unabhängig davon, ob der Erwerb von Aktien, der zur Überschreitung des Grenzwertes geführt hat, in bar oder im Rahmen eines Aktientausches erfolgte, muss der Angebotspreis gemäss Art. 43 BEHV-FINMA durch Barzahlung erbracht werden. Gemäss Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA ist ein Tauschangebot nur als alternatives Angebot neben einer Barzahlung

---

2275 Art. 32 Abs. 3 BEHG; Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.3.1); Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.4.1); Tschäni (2003a), S. 372; von der Crone (1997a), S. 57; Köpfli (2000), S. 222 f.

2276 Tschäni (2003a), S. 372; eine derartige Situation gab es bei der Übernahme der Hero: Auch nach der Dekotierung der Aktien blieben die Obligationen der Gesellschaft weiterhin kotiert.

2277 Borner (1998), S. 270, spricht in diesem Zusammenhang von der „Umverteilung zu Lasten der Fremdkapitalgeber".

2278 Köpfli (2000), S. 221; die Anleihe der SIG Holding 2,125%, 2005/2011, enthielt beispielsweise eine derartige Klausel, was dazu führte, dass die SIG diese Obligationen nach der Übernahme durch Rank zurückzahlte.

2279 Hofstetter/Heuberger, N. 102 zu Art. 32 BEHG, vgl. Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E.3); Empfehlung der UEK vom 3. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.11). Wie vorne in Ziff. III.D.1.3 dargestellt, erleiden die vom Angebot ausgeschlossenen Aktionäre allerdings keine finanziellen Nachteile, da ein Arbitrage-Markt entsteht, der es ihnen erlaubt, Titel an Aktionäre zu verkaufen, welche das Angebot annehmen können.

möglich[2280], wobei die Barzahlung dem Mindestpreis für Pflichtangebote entsprechen muss[2281]. Daher muss der Anbieter auch bei einem alternativen Tausch- und Barangebot die Finanzierung einer Barzahlung für sämtliche Aktien, auf die sich das Angebot bezieht, sicherstellen. Entschliesst sich ein Anbieter zu einem alternativen Tauschangebot und möchte erreichen, dass möglichst viele Aktionäre dieses annehmen, so kann er sein Angebot allerdings so strukturieren, dass der Wert der zum Tauschangebot angebotenen Effekten höher ist, als der Barpreis[2282].

Bis zur Revision der UEV per 1.1.2009, war es möglich ein Pflichtangebot allein durch den Tausch von Effekten zu erfüllen. M.E. ist der seit dem 1.1.2009 geltende Zwang zum Barangebot richtig, da allein damit der Zweck des Pflichtangebotes, den Minderheitsaktionären einen Ausstieg zu ermöglichen, erreicht werden kann. Mit einem Tauschangebot, kann dieser Zweck leicht unterlaufen werden bzw. wurde in der Praxis tatsächlich häufig unterlaufen[2283]. Der Anbieter konnte nämlich den Minderheitsaktionären Effekten einer Gesellschaft anbieten, die er wiederum selber beherrschte, womit das Angebot überhaupt zum Ausstieg der Minderheitsaktionäre führte, sondern nur dazu, dass sie nach dem Tausch dem gleichen Mehrheitsaktionär gegenüber standen[2284].

7.3 Bedingungen

Ein Pflichtangebot darf gemäss Art. 36 BEHV- FINMA nur unter Bedingungen gestellt werden, die „wichtige Gründe“ darstellen, d.h. deren Nichterfül-

---

2280 Thévenoz (2009), S. 37; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 92.

2281 Dazu im Einzelnen Ziff.III.J.8 unten.

2282 Mitteilung Nr. 4 der Übernahmekommission vom 9. Februar 2009.

2283 Vgl. Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 92.

2284 Vgl. das in der Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2005, i.S. Gornergrat behandelte Übernahmeangebot der BVZ Holding AG für die Aktionäre der Gornergratbahn AG: Nachdem die Anbieterin die Mehrheitsaktionäre der Zielgesellschaft gegen Barzahlung ausgekauft hatte, machte sie den übrigen Aktionären der Zielgesellschaft ein Angebot zum Umtausch in Aktien der Anbieterin, was den Effekt hatte, dass die Minderheitsaktionäre in jedem Fall, d.h. mit und ohne Umtausch, die Strategie der Anbieterin mittragen bzw. mitfinanzieren mussten. Besonders stossend an diesem Fall war, dass die zum Tausch angebotenen Aktien der Anbieterin auch noch einen illiquiden Handel aufwiesen. sowie den in der Empfehlung der UEK vom 11. August 2005 i.S. Atel – Tauschangebot dargestellten Fall; die Energieunternehmen, welche die Atel indirekt über den Erwerb der Motor Columbus erworben hatten und deshalb bezüglich der Atel ein Pflichtangebot machen mussten, konnten nach Ansicht der UEK zur Erfüllung des Pflichtangebotes Aktien der Motor Columbus anbieten, obwohl ihre Beteiligung an der Motor Columbus noch höher war als die indirekte Beteiligung an der Atel, sodass die Aktionäre der Atel bei Annahme des Tauschangebotes in eine noch ungünstigere Position als bei der Atel geraten wären; vgl. dazu auch Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E.1.4.1); dass der Umtausch die Situation der Aktionäre nicht verbessert, brachten die Anbieter, die beim Pflichtangebot für die Atel die Aktien der Motor Columbus zum Tausch anboten, gleich selber zum Ausdruck, indem sie beantragten, dass auf die Bewertung der Motor Columbus Aktien gemäss Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK (heute Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA) verzichtet werde, weil sich der Wert der Motor Columbus direkt aus dem Wert der Atel-Aktien ergebe, da sich die Beteiligung der Motor Columbus an der Atel auf 98,5% der Aktiven der Motor Columbus belaufe („Look through“-Bewertung); obwohl die UEK diesen Antrag aus bewertungstheoretischen Gründen ablehnte, kam sie nicht auf den Gedanken, dass ein derartiges Tauschangebot zur Erfüllung der Übernahmepflicht dem Zweck der Übernahmepflicht widerspricht; Empfehlung der UEK vom 19. Januar 2006 i.S. Atel (insbesondere E.3); Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.3);

lung den Vollzug der Übernahme unzumutbar macht[2285]. Damit ist der Kreis der möglichen Bedingungen wesentlich stärker eingeschränkt als bei einem freiwilligen Angebot. Grund für diese Einschränkung ist, dass die Angebotspflicht nicht dadurch illusorisch gemacht werden darf, dass das betreffende Angebot unter Bedingungen gestellt wird, die dem Anbieter einen Rückzug des Angebotes ermöglichen[2286]. Dementsprechend sind nur Bedingungen zulässig, deren Erfüllung aus rechtlichen Gründen zum Vollzug des öffentlichen Angebotes zwingend notwendig ist, sowie Bedingungen, ohne deren Erfüllung die Durchführung des Angebotes für den von der Angebotspflicht betroffenen Aktionär wirtschaftlich sinnlos wäre[2287].

Gemäss Art. 36 BEHV- FINMA sind insbesondere folgende Bedingungen zulässig[2288]:

– Behördliche Bewilligungen

  Das Angebot darf der Bedingung unterstellt werden, dass die für den Vollzug der Übernahme zwingend erforderlichen behördlichen Bewilligungen erteilt werden[2289]. Damit können insbesondere die Bewilligungen von in- und ausländischen Fusionskontrollbehörden vorbehalten werden[2290]. Bei den meisten Pflichtangeboten erübrigt sich allerdings gerade dieser Vorbehalt, weil die entsprechenden kartellrechtlichen Bewilligungen bereits für den Erwerb der Beteiligung notwendig waren, welche das Angebot ausgelöst hat[2291]. Muss aber dennoch eine derartige Bedingung in das Angebot aufgenommen werden, so ist der Anbieter gemäss Art. 13 Abs. 3 UEV verpflichtet, alle ihm zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, um die betreffenden Bewilligungen einzuholen. Der Anbieter muss in diesem Sinne den zuständigen Behörden die entsprechenden Anträge stellen und bei einer Verweigerung der Bewilligung Rechtsmittel ergreifen. Soweit eine Bewilligung nur mit Auflagen erteilt wird, so muss der Anbieter diese erfüllen, um die entsprechende Bewilligung zu erhalten, selbst wenn dies zu betrieblichen Problemen bzw. Einbussen für den Anbieter führt. Im Gegensatz zu einem normalen Angebot kann sich der Anbieter nicht vorbehalten, Auflagen, deren Auswirkungen auf Umsatz

---

2285 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.7.3); Hofstetter/Heuberger BSK, N. 107 zu Art. 32 BEHG; Tschäni (2003a), S. 355; von der Crone (1997a), S. 61.

2286 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 36.

2287 Vgl. Reutter (2002), S. 126 ff.

2288 Vgl. Tschäni (2003b), S. 84; Köpfli (2000), S. 213 ff.

2289 Art. 36 Abs. 2 lit. a BEHV-FINMA; Köpfli (2000), S. 215; diese Ausnahme gilt nicht nur für Bewilligungen schweizerischer Behörden, sondern auch für Bewilligungen ausländischer Behörden; vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2004 i.S. Atel erwähnten Bedingungen; von der Crone (1997a), S. 61.

2290 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i. S. Saurer (E.7.5); Reutter (2002), S. 215 f.; Bernet (1998), S. 235; zum Verhältnis von Angebotspflicht und Fusionskontrolle: Eggen (2007a), S. 236 ff.

2291 Vgl. Empfehlung der UEK vom 6. April i.S. Banca Del Gottardo.

und Ertrag eine gewisse Grösse überschreiten, nicht zu erfüllen[2292]. M.E. muss eine Auflage aber dann nicht erfüllt werden, wenn die Erfüllung unzumutbar ist, weil sie die Übernahme geradezu sinnlos macht[2293], da bei einer derartigen Konstellation die mögliche Schädigung des Anbieters gegenüber den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft an einem Übernahmeangebot überwiegt[2294].

– Behördliche oder gerichtliche Verbote

Ein Pflichtangebot kann auch der Bedingung unterstellt werden, dass der Vollzug des Angebotes nicht durch ein Urteil, eine Verfügung oder andere behördliche Anordnung untersagt wird[2295]. Letztlich geht es bei derartigen Verboten spiegelbildlich um die gleiche Frage wie bei den zwingend notwendigen behördlichen Bewilligungen: Wenn ein derartiges Urteil bzw. eine derartige Verfügung vorliegt, so ist der Vollzug des Angebotes gar nicht möglich. Genau wie bei den zwingend notwendigen behördlichen Bewilligungen muss der Anbieter gemäss Art. 13 Abs. 3 UEV aber alle ihm zumutbaren Massnahmen ergreifen, um die entsprechenden Urteile oder Verfügungen durch die Einleitung von Rechtsmitteln aufzuheben.

– Einräumung des Stimmrechtes

Das Angebot darf auch unter die Bedingung gestellt werden, dass der Anbieter tatsächlich das Stimmrecht an den erworbenen Aktien erhält, da es für den Anbieter unzumutbar wäre, das Kapital für die Übernahme aufzubringen, ohne tatsächlich die für die Kontrolle wesentlichen Stimmrechte zu erwerben[2296]. Verunmöglichen Vinkulierungsbestimmungen oder Stimmrechtsbeschränkungen die Ausübung der Stimmrechte, so ist zur Erfüllung dieser Bedingung ein Generalversammlungsbeschluss notwendig, mit dem die entsprechenden Statutenbestimmungen aufgehoben werden[2297].

2292 Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.7.5).

2293 Z.B. wenn der Anbieter gezwungen wird, grosse Teile des eigenen Geschäftes bzw. des Geschäftes der Zielgesellschaft zu veräussern.

2294 Erhält der betreffende Aktionär keine kartellrechtliche Bewilligung, kann er im Übrigen auch keine Kontrolle über die Zielgesellschaft ausüben, sodass es für die Aktionäre trotz der hohen Beteiligung dieses Aktionärs nicht zu einem Kontrollwechsel kommt; in der Regel wird der betreffende Aktionär sogar dazu gezwungen sein, seine Aktien wieder zu verkaufen und seine Beteiligung entsprechend abzubauen.

2295 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli; Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.4.3.3.3); Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.8); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.6.2.7).

2296 Art. 36 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA; vgl. Empfehlung der UEK vom 24. August 2000 i.S. Intersport (E.2.2); Entscheid der EBK vom 4. August 2000 i.S. Baumgartner; von der Crone (1997a), S. 61; Köpfli (2000), S. 215 ff.; Reutter (2002), S. 219 ff.

2297 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.D.6.1.2.3 vorne.

– Nachteilige Handlungen der Zielgesellschaft

  Das Angebot kann gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA auch unter der Bedingung stehen, dass der Verwaltungsrat und die Generalversammlung der Zielgesellschaft, deren wirtschaftliche Substanz während der Laufzeit des Angebotes nicht verändern, da es für den Anbieter unzumutbar ist, eine Gesellschaft zu übernehmen, die völlig anders gestaltet ist als im Zeitpunkt, in dem er das Angebot lanciert hat[2298]. Damit kann der Anbieter sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass die Zielgesellschaft weder durch faktische Handlungen noch durch Generalversammlungsbeschluss eine der in Art. 36 UEV aufgeführten Abwehrmassnahmen trifft, und er kann auch im Sinne von Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHV-EBK die Hauptaktiven bezeichnen, die nicht veräussert werden dürfen.

Bedingungen, die keine wichtigen Gründe darstellen, sind dagegen nicht zulässig. Nach der Praxis der Übernahmekommission sind in diesem Sinne insbesondere folgende Bedingungen, die bei freiwilligen Angeboten möglich sind, bei Pflichtangeboten unzulässig:

– Annahme des Angebotes für eine Mindestzahl von Aktien

  Diese für freiwillige Angebote übliche Bedingung ist bei Pflichtangeboten unzulässig, da bei Überschreiten des Grenzwertes die unbedingte Pflicht entsteht, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere zu machen. Dieses muss auch dann vollzogen werden, wenn der Anbieter mit diesem Angebot nicht die gewünschte Mehrheit an der Zielgesellschaft erhält. Damit ist es durchaus möglich, dass ein Anbieter nach Durchführung eines Pflichtangebotes zwar einen Aktienbesitz hat, der den Grenzwert zur Auslösung des Pflichtangebotes übersteigt, aber immer noch unter 50% liegt. Dieser Effekt kann vor allem dann eintreten, wenn der Anbieter sein Angebot bei dem von Art. 32 Abs. 4 BEHG vorgegebenen Mindestpreis ansetzt[2299].

– Material-Adverse-Change-Klauseln

  Die vorne in Ziff. III.D.6.1.2.13 erwähnten Material-Adverse-Change-Klauseln sind bei Pflichtangeboten unzulässig, da die Angebotspflicht nicht von der wirtschaftlichen Entwicklung der Zielgesellschaft nach Entstehen der Angebotspflicht abhängig ist, sondern unabhängig von dieser besteht, sobald die Beteiligung des betreffenden Aktionärs den für das

---

2298 Tschäni (2003a), S. 376; von der Crone (1997a), S. 61; Köpfli (2000), S. 217; Reutter (2002), S. 221 ff.

2299 Vgl. das Angebot von Laxey Partners für Mach Hitech vom April 2005, wo dieses Ergebnis allerdings beabsichtigt war, da Laxey Partners mit dem öffentlichen Angebot keine zusätzlichen Titel erwerben wollte.

Pflichtangebot massgebenden Grenzwert überschreitet[2300]. Der Anbieter trägt daher von dem Zeitpunkt an, in dem er den Grenzwert überschreitet, das Risiko einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation der Zielgesellschaft.

– Bedingungen betreffend Schaffung von Effekten für Tauschangebote

Die bei freiwilligen Tauschangeboten übliche Bedingung, dass die Generalversammlung des Anbieters der Schaffung der für den Tausch notwendigen Titel zustimmt[2301], ist bei Pflichtangeboten unzulässig. Andernfalls wäre es möglich, das Pflichtangebot durch einen negativen Entscheid der betreffenden Aktionäre oder auch nur schon durch die Anfechtung des Beschlusses, mit dem die zum Tausch angebotenen Effekten geschaffen werden, zu verunmöglichen, was nicht dem Zweck des Pflichtangebotes entsprechen würde[2302]. Wird ein Pflichtangebot als Tauschangebot abgewickelt, so müssen die zum Tausch angebotenen Effekten daher bereits vor der Publikation des Angebotes geschaffen worden sein[2303] und für den Tausch zur Verfügung stehen[2304].

7.4 Vollzug des Pflichtangebotes durch Fusion

Ein Pflichtangebot kann nach der Praxis der Übernahmekommission auch durch eine Fusion vollzogen werden. Die Übernahmekommission betrachtet die Fusion aus wirtschaftlicher Sicht als Tauschangebot, da die Aktionäre der Zielgesellschaft durch die Fusion genau wie beim Tauschangebot Aktien einer anderen Gesellschaft erhalten[2305]. Wird die Angebotspflicht durch Fusion erfüllt, so verlangt die Übernahmekommission, dass der Übernehmer bei der Strukturierung der Fusion die Vorschriften über Pflichtangebote, wie insbesondere die Mindestpreisregelung, die Best-Price-Regel und die allgemeine Gleichbehandlungspflicht beachtet werden. Daher kommt auf derartige Fusionen zusätzlich zu den fusionsgesetzlichen Regeln auch die Regelung über Pflichtangebote zur Anwendung, soweit die fusionsgesetzliche Regelung in ih-

---

2300 Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E.4.3.3.2): Im betreffenden Fall wurde eine MaterialAdverse-Change-Klausel nur deshalb zugelassen, weil der Erwerb der Aktien, welcher die Angebotspflicht auslöste, unter dieser Bedingung stand und deshalb die Angebotspflicht ohne Erfüllung dieser Bedingung gar nicht entstehen konnte; Schleiffer (2004), S. 101 f.

2301 Vgl. Ziff. III.D.6.1.2.8.

2302 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.9.3.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 37 f.

2303 Dem Anbieter steht zur Vorbereitung des Tauschangebotes die zweimonatige Frist gemäss Art. 37 Abs. 1 BEHV-FINMA zwischen Überschreitung des Grenzwertes und Publikation des Angebotes zur Verfügung, was im Allgemeinen genügt, um die betreffenden Effekten zu schaffen.

2304 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 37 f.

2305 Empfehlung der UEK vom 6. Juni 2008 i.S. Hiestand (E.1.1); Die Übernahmekommission hat die Fusion sogar als "atypisches“ Tauschangebot bezeichnet.

rer Schutzwirkung für die Aktionäre nicht bereits weiter geht als die übernahmerechtliche Regelung[2306].

Die Übernahmekommission betrachtet Tauschangebot und Fusion als äquivalent, obwohl der Aktionär der Zielgesellschaft beim Tauschangebot das Recht, aber nicht die Pflicht hat, seine Aktien umzutauschen, während er bei der Fusion nach dem Beschluss der Generalversammlung zum Umtausch gezwungen ist, da dieser nach dem Beschluss der Generalversammlung automatisch erfolgt. Sie begründet dies damit, dass der Übernehmer auch nach dem Tauschangebot eine Fusion durchführen könnte und dabei Aktionäre, die das Tauschangebot nicht angenommen haben, genau gleich zum Umtausch gezwungen wären, wie wenn anstelle des Tauschangebotes bereits eine Fusion durchgeführt worden wäre[2307]. Die Übernahmekommission betrachtet dabei die Überprüfungsklage im Sinne von Art. 105 FusG als Kompensation für die Übernahmepflicht, da sie dem Aktionär, der das Umtauschverhältnis als ungünstig erachtet und es deshalb persönlich ablehnt, erlaubt, dieses Umtauschverhältnis gerichtlich überprüfen zu lassen.

Wenn davon ausgegangen wird, das die Angebotspflicht durch Tauschangebote erfüllt werden kann, ist die Argumentation der Übernahmekommission letztlich folgerichtig, da Fusion und Tausch tatsächlich als wirtschaftlich äquivalent betrachtet werden können und die Überprüfungsklage mindestens in finanzieller Hinsicht Kompensation dafür darstellt, dass der Aktionär bei der Fusion den Umtausch seiner Titel nicht verweigern kann. Nach der hier vertretenen Auffassung[2308] entsprechen Tauschangebote allerdings nicht dem Zweck der Angebotspflicht, die Minderheitsaktionären den Ausstieg aus der Gesellschaft ermöglichen soll, weshalb auch mit Fusionen die Angebotspflicht nicht erfüllt werden kann. Die in Ziff. III.J.7.2. dargestellten Probleme von Tauschangeboten zeigen sich bei Fusionen sogar noch verschärft. Wird die Angebotspflicht dadurch erfüllt, dass die angebotspflichtige Aktionärin mit der Zielgesellschaft fusioniert[2309], so haben die Minderheitsaktionäre keinerlei Ausstiegsmöglichkeiten; sie werden vielmehr dazu gezwungen, durch die Fortsetzung ihrer Beteiligung beim Anbieter dem Anbieter Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, mit dem dieser die Übernahme der Zielgesellschaft finanziert. Die Minderheitsaktionäre stehen nach der Fusion – entgegen dem Zweck der Angebotspflicht, die ihnen ein Ausstieg ermöglichen sollte – auch genau wieder denjenigen Personen gegenüber, welche die Zielgesellschaft beherrschen und durch diese Beherrschung die Angebotspflicht auslösen.

2306 Empfehlung der UEK vom 6. Juni 2008 i.S. Hiestand (E.1.3 ff.); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2008 i.S. Hiestand (E.2 ff.), wo die Übernahmekommission im Einzelnen die Erfüllung der übernahmerechtlichen Regelung durch die Fusion prüft; vgl. zu der Darstellung der Bewertungsmethoden Empfehlung der UEK vom 6. Oktober 2007 i.S. Unilabs (E.2.2.2);

2307 Empfehlung der UEK vom 6. Juni 2008 i.S. Hiestand (E.1.2).

2308 Dazu im Einzelnen Ziff. III.J.7.2.

2309 Zu dieser Konstellation kam es bei der Transaktion, die den Empfehlungen der UEK vom 6. Juni 2008 und 15. Juli 2008 i.S. Hiestand zugrunde lagen.

8. Der Angebotspreis

Gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG muss der Preis des Angebotes mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat[2310]. Damit anerkennt der Gesetzgeber die Berechtigung einer Kontrollprämie, die für den vorhergehenden Erwerb einer grösseren Beteiligung bezahlt wird, beschränkt diese aber auf $33^{1}/_{3}$% des den Publikumsaktionären zu bezahlenden Preises[2311].

Zeitlicher Bezugspunkt für die Bestimmung des Mindestpreises für Pflichtangebote ist nicht der Tag, an dem die Übernahmepflicht entsteht, sondern das Datum, an dem der Anbieter den Angebotsprospekt bzw. eine Voranmeldung publiziert[2312]. Soweit der zum Angebot verpflichtete Aktionär das Angebot nicht in der in Art. 37 Abs. 1 BEHV-FINMA festgesetzten Frist veröffentlich, gilt allerdings der letzte Tag dieser Frist als Stichtag für die Berechnung des Mindestpreises. Die EBK hat dies zwar nur für den Fall festgehalten, dass der zum Angebot verpflichtete Aktionär eine Erstreckung dieser Frist verlangt[2313]. Dieser Grundsatz muss aber auch in den Fällen gelten, in denen der betreffende Aktionär seiner Angebotspflicht nicht nachkommt, ohne dass er ein Fristerstreckungsgesuch stellt; in diesen Fällen besteht genau gleich wie bei der Fristerstreckung die Gefahr, dass die zum Angebot verpflichtete Person diese Zeit ausnützt, um weiter günstig Aktien zu kaufen, oder mit der Verzögerung des Angebotes auf einen Rückgang der Börsenkurse und damit auf einen tieferen Mindestpreis spekuliert.

Im Einzelnen werden diese Preisgrenzen wie folgt berechnet:

– Börsenkurs

  Der massgebende Börsenkurs entspricht gemäss Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Bör-

---

2310 Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 (E 5.1); Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group (E.3); Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.3.1); Tschäni (2003a), S. 377; Schärer/Aregger (2003), S. 152; Tschäni (2004a), S. 193; Schärer/Waller (2008), S. 64; Tschäni/Iffland (2002), S. 136; zur Entstehungsgeschichte und zur Auseinandersetzung über den „richtigen" Mindestpreis vgl. Gruber (1996), S. 97. Ein Anbieter, der sich im Rahmen eines Pflichtangebotes die Mehrheit der Aktien der Zielgesellschaft sichern will, muss normalerweise einen Preis anbieten, der klar über den Mindestpreisen liegt und sich an den Marktgegebenheiten, d.h. an den von den Aktionären erwarteten Prämien, orientiert, vgl. von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 114.

2311 Böckli (2004), S. 743; Meier-Schatz (1996), S. 125; Bernet (1998), S. 230; Blaas/Barraud (2008), S. 349; kritisch zur Regelung des Mindestpreises Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 35 f., wie vorne in Ziff. III.A.2.3 dargestellt, sollte m.E. aufgrund des Gleichheitsprinzips de lege ferenda der Angebotspreis bei 100% des höchsten Preises liegen, der in den 12 vorangehenden Monaten bezahlt wurde.

2312 Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI; Blaas/Barraud (2008), S. 342.

2313 Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (E.3); Blaas/Barraud (2008), S. 342.

sentage[2314] vor Veröffentlichung[2315] des Angebotes. Bei der Berechnung dieses Durchschnittskurses müssen gemäss Art. 40 Abs. 3 BEHV-FINMA allerdings entsprechende Abzüge gemacht werden, sofern der Aktienwert während dieser 60 Börsentage durch Dividendenausschüttungen oder Kapitaltransaktionen, wie z.B. Bezugsrechtsabgang, Nennwertrückzahlung oder Splits beeinflusst wird[2316].

Falls der Handel in den vom öffentlichen Angebot betroffenen Titeln illiquid ist, d.h., wenn die betreffenden Titel innert der relevanten 60 Börsentage an weniger als 30 Börsentagen gehandelt worden sind[2317], wird gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA nicht auf die Börsenkurse abgestellt, sondern auf eine Bewertung der Prüfstelle[2318]. Das entsprechende Gutachten muss dabei wie eine Fairness Opinion[2319] die vom Bewertungsexperten verwendeten Grundlagen und Annahmen sowie auch die von ihm bei der Bewertung angewandten Parameter und Methoden offenlegen, damit die

---

2314 Empfehlung der UEK vom 12. Oktober 2007 i.S. Henniez (E.4.2.2); Blaas/Barraud (2008), S. 348 f. mit Berechnungsformel; Schärer/Waller (2008), S. 65; bis zum 1. Juli 2007 wurde der Börsenkurs aufgrund des Durchschnitts der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes ermittelten Eröffnungskurse bestimmt; durch die Umstellung auf eine 60-tägige Frist und auf die volumengewichteten Durchschnittskurse versucht die EBK, die Möglichkeit zur Manipulation zu vermindern. Tendenziell wird diese Regelung aber zu tieferen Mindestkursen führen, da die Kurse der Zielgesellschaft einige Tage und Wochen vor der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung meist aufgrund von Gerüchten steigen. Vgl. für ein Beispiel einer Berechnung mit anschliessender Korrektur des Angebotes: Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.5.3); vgl. Schärer/Aregger (2003), S. 152; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 168; Köpfli (2000), S. 235 ff.; Gotschev (2005), S. 195.

2315 Soweit eine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV erfolgte, ist deren Datum für die Preisberechnung massgebend; vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.3); im Einzelnen zur Berechnung der Frist: Eggen (2007a), S. 77 ff.

2316 Vgl. für ein Beispiel einer derartigen Berechnung, Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. EIC (E.4); vgl. Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E4); vgl. Empfehlung der UEK vom 26. April 1999, i.S. Banca del Gottardo (E.3); Empfehlung der UEK vom 21. Juli 2000 i.S. Alusuisse (E.1.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 107.

2317 Zum Begriff der Illiquidität Mitteilung Nr. 2 der Übernahmekommission vom 3. September 2007; vgl. dazu Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.1); Blaas/Barraud (2008), S. 349; Schärer/Waller (2008), S. 65 f.; Empfehlung der UEK vom 12. Oktober 2007 9 i.S. Henniez (E.4.2.2) die Übernahmekommission behält sich vor, den Handel auch dann als illiquid zu betrachten, wenn die betreffenden Titel während 30 Börsentagen oder mehr gehandelt worden sind, aber der Handel sich auf eine geringe Anzahl von Aktien beschränkte. Zu einem derartigen Schluss kam die UEK in der Verfügung 403/02 vom 16. März 2009 i.S. Harwanne (E.2). Im konkreten Fall wurde die Aktie der Zielgesellschaft an 47 von 60 Börsentagen gehandelt. Das Volumen war an den meisten Tagen aber äusserst gering, wobei ein Grossteil der Aktienumsätze durch Käufe der Zielgesellschaft selbst verursacht wurden.

2318 Vgl. Empfehlung der UEK i.S. GNI vom 12. Juli 2007 (E.1.2.2); Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (E.3.1.2.2); Empfehlung der UEK vom 16. Januar 2004 i.S. Gerolag; Empfehlung der UEK vom 13. Februar 2004 i.S. Optic-Optical; Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.3.2); vgl. Tschäni (2003a), S. 377; Schärer/Aregger (2003), S. 152 f. mit Erläuterungen zur Preisberechnung im Fall Optic-Optical; Schärer/Waller (2008), S. 65 f.; Wey (2002), S. 199; vgl. Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 169; vgl. für ein Beispiel einer derartigen Bewertung, den Bewertungsbericht der Prüfstelle Ernst & Young i.S. Hammer Retex vom 17. März 2009 (www.copa.ch) in Ausnahmefällen kann jedoch von einer Bewertung abgesehen werden, wenn klar ist, dass der Angebotspreis über dem massgebenden Mindestpreis liegt, Empfehlung der UEK vom 5. Mai 2008, i.S. Eichhof, in diesem Fall bezug sich das Angebot auf eine von der Eichhof Holding AG abgespaltene Gruppe; die UEK stellte aufgrund der Kurse der Eichhof Holding, die einen liquiden Handel aufwiesen, fest, dass der Angebotspreis für die abgespaltene Gruppe klar über dem Preis lag, der für diese Gruppe aufgrund des Börsenkurses der Eichhof Holding AG berechnet werden konnte.

2319 Zu den Anforderungen an eine Fairness Opinion: Ziff. III.K.4.1.4.4.

Anleger ihren Entscheid aufgrund klarer Informationen fällen können[2320].

– Preis des vorausgegangenen Erwerbs

Massgebend ist gemäss Art. 41 BEHV-FINMA der höchste Preis, den der Erwerber[2321] im Laufe der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebotes[2322] für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Wurde der Wert der betreffenden Beteiligungspapiere zwischen dem Zeitpunkt des Erwerbs und dem Zeitpunkt, in dem das Übernahmeangebot veröffentlich wird, durch Dividendenausschüttungen, Kapitalherabsetzungen, Bezugsrechte oder andere Kapitaltransaktionen reduziert, so muss der finanzielle Effekt dieser Transaktionen von diesem Preis abgezogen werden[2323].

Verfügt die Zielgesellschaft über mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren, so muss der höchste in dieser Periode bezahlte Preis für jede einzelne Kategorie ermittelt[2324] und mit dem Nominalwert der betreffenden Beteiligungspapiere verglichen werden[2325]. Auf der Basis der Kategorie, bei der die prozentual höchste Differenz zum Nennwert bezahlt wurde, müssen dann gemäss Art. 41 Abs. 2 BEHV-FINMA die Höchstpreise der anderen Kategorien durch Umrechnung gemäss den unterschiedlichen Nennwerten errechnet werden[2326]. Weisen einzelne Kategorien gegenüber den andern Vorrechte auf, müssen diese Rechte zum Zweck der Umrechnung der Preise zwischen den Kategorien bewertet werden, was zu Preisberechnungen führt, die von der reinen Nennwertbetrachtung abweichen[2327]. Bei der Bewertung von Vorrechten dürfen allerdings Vorrechte, die sich auf das Stimmrecht beziehen[2328], nicht berücksichtigt werden, da die stimmenmässige Kontrolle einer Gesellschaft durch die maximale Kontrollprämie von 33$^{1}/_{3}$% bereits abschliessend abgegolten wird; würde z.B. das erhöhte Stimmrecht von Stimmrechtsakti-

---

2320 Die Pflicht, Grundlagen, Annahmen und Methoden darzulegen, wurde erst per 1. Juli 2007 in den Text vorn Art. 37 Abs. 4 BEHV-EBK aufgenommen; das Erfordernis bestand aber bereits vorher aufgrund der Praxis der UEK. Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Januar 2004 i.S. Gerolag; vgl. Empfehlung der UEK vom 22. Oktober 2002 i.S. Optic-Optical (E.3) mit konkretem Berechnungsbeispiel; Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.3.2.3).

2321 Neben den Käufen des Erwerbers selbst werden auch Käufe von Personen berücksichtigt, die in gemeinsamer Absprache mit dem Erwerber handeln; Tschäni (2004a), S. 193.

2322 Soweit eine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV erfolgte, ist deren Datum für die Preisberechnung massgebend; vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.3).

2323 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E.4.2b).

2324 Tschäni (2003a), S. 378; Frei (1996a), S. 728; Köpfli (2000), S. 240 ff.

2325 Vgl. für eine derartige Berechnung: Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.3.1.2); Verfügung 403/01 der UEK vom 26. Februar 2009 i.S. Harwanne (E.4.2.2).

2326 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 108 f.

2327 K. Hofstetter, N. 54 zu Art. 32 BEHG; von der Crone (1997a), S. 58; vgl. Empfehlung der UEK vom 1. November 1999, i.S. Keramik Holding (E.3).

2328 Erhöhtes Stimmrecht von Stimmrechtsaktien bzw. Stimmrecht von Stammaktien gegenüber stimmrechtlosen Partizipationsscheinen.

en, die der Anbieter zur Erreichung der Kontrolle vor dem öffentlichen Angebot gekauft hat, bei der Berechnung des Erwerbspreises dieser Aktien berücksichtigt, so würde der Anbieter für die stimmmässige Kontrolle eine höhere Prämie als 33$^{1}/_{3}$% zahlen, was nicht der Absicht des Gesetzgebers entsprechen würde[2329].

Erfolgt der vorhergehende Erwerb nicht direkt, sondern indirekt, indem der Erwerber z.B. eine Holdinggesellschaft kauft, welche die Aktien hält, die zur Überschreitung des relevanten Grenzwertes führen, so ist gemäss Art. 42 BEHV-FINMA der auf die Aktien der Zielgesellschaft entfallende Preisanteil für die Kalkulation des Mindestpreises massgebend und muss entsprechend berechnet werden[2330]. Im Falle der Übernahme einer Holding muss daher vom Kaufspreis, der für die betreffende Holding bezahlt wurde, der Wert der übrigen Aktiven dieser Gesellschaft subtrahiert und müssen die übernommenen Schulden addiert werden, um den auf die indirekt erworbenen Aktien der Zielgesellschaft entfallenden Betrag zu berechnen[2331]. Diese Berechnung ist im Angebotsprospekt offenzulegen und von der Prüfstelle zu prüfen[2332].

Erfolgt der vorhergehende Erwerb aufgrund der Ausübung einer Option, so dürfen der für die Option bezahlte Preis und der Ausübungspreis nicht zusammengerechnet werden. Von dem für die Option bezahlten Preis ist vielmehr der Zeitwert der Option abzuziehen[2333]. Nur der verbleibende Wert, der dem inneren Wert der Option und einer allfälligen Kontrollprämie entspricht, muss zum Ausübungspreis addiert werden, um den Preis des vorangehenden Erwerbs zu berechnen[2334].

2329 Vgl. die Berechnung in der Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E3.1.3), bei der die stimmenmässigen Vorrechte der Namenaktie nicht berücksichtigt wurden; vgl. K. Hofstetter, N. 52 zu Art. 32 BEHG, der festhält, dass Paketzuschläge nicht als „besondere Leistung" des Verkäufers gelten und deshalb nicht noch einmal gesondert abgegolten werden dürfen.

2330 Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E.4.2.1.2); Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.3.2.1.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 109 f.

2331 Vgl. Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel (E.2) sowie Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E.4.2.1.2); erstaunlicherweise wurde diese Berechnung in der Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.2.1) nicht gemacht. In diesem Falle wurde schlicht auf den Preis abgestellt, den die direkt gekaufte Gesellschaft früher einmal für die Übernahme der Aktien der Montreux-Palace SA bezahlt hatte.

2332 Vgl. Tschäni (2003a), S. 378.

2333 Dieser kann z.B. nach der Black-Scholes-Formel berechnet werden.

2334 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Bank Sarasin (E.4); Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.3.2.1.4); Wey (2002), S. 202; wenig differenziert dagegen Verfügung der EBK vom 22. Februar 2002 i.S. Heloval SA, C. Hoirie, Bernard Siret & Financière Pinault; Gotschev (2005), S. 196; Aregger (2005), S. 102; eine striktere Haltung nahm die UEK allerdings in der Empfehlung vom 31. Oktober 2006, i.S. Saurer (E.4) ein: In diesem Fall berücksichtigte sie die gesamte Optionsprämie zur Berechnung des Übernahmepreises, da die Optionen im Rahmen einer „Optionsstrategie" zur Übernahme der Zielgesellschaft erworben wurden. Margiotta (2007), S. 249; diese Begründung ist nicht stichhaltig, da der Erwerb von Optionen durch einen Anbieter immer Teil einer Übernahmestrategie ist und die Absichten des Erwerbers für die Berechnung des wirtschaftlichen Wertes einer Option irrelevant sind.

Hat der Veräusserer in einer vorausgegangenen Transaktion gegenüber dem Anbieter über die Übertragung der Aktien hinaus noch weitere Leistungen erbracht, indem er z.B. eine Gewährleistungshaftung übernommen hat, welche die Aktionäre im öffentlichen Kaufangebot nicht übernehmen müssen, oder indem er dem Anbieter Optionen zum Kauf weiterer Aktien gewährt hat[2335], so kann dieser Vorteil gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA vom relevanten Preis abgegolten werden. Derartige Zusatzleistungen sind allerdings von der Prüfstelle zu bewerten, wenn aus ihnen ein Recht zur Erhöhung der einem Aktionär bezahlten Prämie abgeleitet wird[2336].

Die oben dargestellten Preisregeln ermöglichen es dem Anbieter, ein Angebot so zu strukturieren, dass es für die Anbieter der Zielgesellschaft relativ unattraktiv ist. Dieser Effekt tritt letztlich immer dann ein, wenn der Anbieter sein Angebot zeitlich so steuert, dass der volumengewichtete Durchschnittskurs der vorangehenden 60 Börsentage unter dem aktuellen Börsenkurs liegt[2337]. In diesem Sinne ist es möglich, Angebote so zu gestalten, dass der Anbieter kaum Aktien übernehmen muss. Anbieter wählen eine derartige Gestaltung ihrer Angebote, wenn sie aus geschäftlichen oder finanziellen Gründen gar nicht daran interessiert sind, sämtliche Aktien der Zielgesellschaft zu übernehmen, weil sie die Kontrolle bereits errungen haben, oder wenn sie sich mit dem Pflichtangebot die Freiheit erkaufen wollen, später nach Gutdünken und Marktlage über den für ihr Pflichtangebot massgebenden Grenzwert hinaus zusätzliche Aktien zu kaufen[2338].

Gemäss Art. 45 BEHV-FINMA kann die Übernahmekommission aus wichtigen Gründen Ausnahmen von der vorne dargestellten Preisregelung gewähren, d.h. ein Pflichtangebot zu einem tieferen Preis erlauben, wenn die Anwendung dieser Preisregeln zu einem offensichtlich unangemessenen bzw. unhaltbaren Preis führt[2339]. Eine derartige Ausnahme kann z.B. dann gewährt werden, wenn sich der Unternehmenswert der Zielgesellschaft aufgrund unvorhergesehener Umstände so stark verändert, dass der gemäss den obigen Regeln berechnete

---

2335 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (E.4); vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2002 i.S. Sarasin (E.1).

2336 Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA; Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2002 i.S. Sarasin (E.1); Tschäni (2003a), S. 378.

2337 Voraussetzung für eine derartige Gestaltung ist aber, dass der Anbieter in den letzten zwölf Monaten vor der Publikation des Pflichtangebotes für den Kauf von Aktien nie mehr als $133^1/_3$% dieses Durchschnittskurses bezahlt hat.

2338 Dieses Vorgehen zeigten die Anbieter z.B. bei Mach Hightech (vgl. Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech) sowie Swiss Small Cap Invest (vgl. Empfehlung der UEK vom 8. August 2005 i.S. Swiss Small Cap Invest); in beiden Fällen hielten die Anbieter einen Aktienbestand knapp unter der Grenze von $33^1/_3$% und überschritten diese Grenze durch einen weiteren Kauf in einem Moment, in dem der damals für die Berechnung des Mindestpreises massgebende 30-Tage-Durchschnitt klar unter dem aktuellen Börsenkurs lag, was dazu führte, dass keine bzw. nur wenige Aktionäre das Pflichtangebot wahrnahmen. Nach diesem Pflichtangebot konnten die Anbieter dann in schlechten Börsenphasen zusätzliche Aktien kaufen, ohne dass es noch einmal zu einer Angebotspflicht gekommen wäre.

2339 Empfehlung der UEK vom 19. Januar 2006 i.S. Atel (E4.1.1).

Preis nicht mehr gerechtfertigt ist[2340]. M.E. muss es sich dabei aber um massive und unvorhersehbare Wertveränderungen handeln, die sich z.B. aus der Aufdeckung früherer Falschverbuchungen oder aus Naturkatastrophen ergeben. Die bei allen Gesellschaften möglichen Wert- und Ergebnisveränderungen, die sich aus den Konjunkturschwankungen oder internen Problemen des Unternehmens ergeben, genügen dagegen nicht, um eine Anpassung des Preises zu begründen. Der Aktionär, der den Grenzwert für ein Pflichtangebot überschritten hat, handelte im Bewusstsein seiner Übernahmepflicht[2341] und muss sich darüber klar sein, dass er bis zum Vollzug des Übernahmeangebotes das Wertveränderungsrisiko trägt, weshalb es bei Wertschwankungen keine automatische Preisanpassung geben kann[2342].

9. Opting-out

Die vorne dargestellte Angebotspflicht führt dazu, dass es für einen Mehrheits- oder Hauptaktionär, der mehr als einen Drittel der Aktien hält, schwieriger wird, seine Beteiligung mit einer Kontrollprämie zu verkaufen, da der Käufer nicht nur die Mittel zum Kauf dieser Beteiligungen aufbringen, sondern im Rahmen des Pflichtangebotes sämtliche Aktien der Zielgesellschaft erwerben muss. Die Preisregelung für Pflichtangebote führt im Weiteren auch dazu, dass der Paketzuschlag, den ein Hauptaktionär für die Übertragung der Kontrolle verlangen kann, von vornherein auf 33$^{1}/_{3}$% beschränkt wird. Um diese für Mehrheits- und Hauptaktionär negativen Folgen zu vermeiden, kann eine Gesellschaft gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG die Angebotspflicht ausschliessen, indem sie in den Statuten festhält, dass ein Anbieter trotz der Überschreitung der gesetzlichen Grenzwerte nicht zu einem öffentlichen Angebot verpflichtet ist[2343] (Opting-out).

2340 Böckli (2004), S. 743; Schärer/Waller (2008), S. 92 f.

2341 Dem Erwerber muss aufgrund des geltenden Übernahmerechts in dem Zeitpunkt, in dem er den für die Überschreitung des Grenzwertes massgebenden Erwerb tätigt, klar sein, dass er damit nicht nur die betreffenden Aktien erworben hat, sondern auch noch potentiell sämtliche Aktien der Gesellschaft zu dem für Pflichtangebote massgebenden Minimalpreis erwerben muss.

2342 Vgl. zur zurückhaltenden Praxis der UEK bezüglich Ausnahmen: Empfehlung der UEK vom 19. Januar 2006 i.S. Atel (E.4); wobei die UEK in E.4.1.2 ausdrücklich festhält, dass Ausnahmen nur gewährt werden können, wenn die Berechnung der Preisuntergrenze zu „offensichtlich unangemessenen bzw. unhaltbaren Angebotspreisen führen" würde und die Gewährung von Ausnahme nicht einfach ein Korrektiv für abweichende Ansichten über die „Fairness" eines Preises sein könne; Schärer/Waller (2008), S. 92; flexibler: Köpfli (2000), S. 253.

2343 Letztlich handelt es sich bei der Möglichkeit des Opting-out um einen Kompromiss des Gesetzgebungsverfahrens, der dem Umstand Rechnung trug, dass bei vielen schweizerischen kotierten Gesellschaften Grossaktionäre existieren, die beim Verkauf ihrer Beteiligung eine Vermögenseinbusse erleiden, wenn die Regeln über Pflichtangebote zur Anwendung kommen; zu dieser Einbusse Böckli (1998b), S. 261; vgl. Tschäni/Oertle, BSK (1. Aufl.), N. 29 zu Art. 22 BEHG; Frei (1996a), S. 725; Köpfli (2000), S. 127; Empfehlung der UEK vom 27. Juni 2005 i.S. Unaxis (E2.1); vgl. zu einer ökonomischen Analyse der Gründe eines Opting-out, Ruffner (2000), S. 314 f. Zu den politischen Hintergründen bzw. den wirtschaftlichen Interessen, die hinter dem Kompromiss standen, Pletscher (1994), S. 170; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 26, mit statistischen Angaben zur Häufigkeit des Opting-out per 31. Dezember 2006; zurzeit weist kein einziger SMI-Titel ein Opting-out auf. Verschiedene Small- und Mid-Cap-Gesellschaften, die an der SWX kotiert sind, sehen in ihren Statuten aber eine derartige Klausel vor.

9.1 Wirtschaftliche Auswirkungen des Opting-out

Das Opting-out ermöglicht es einem allfälligen Mehrheitsaktionär, seine Aktien zu verkaufen, ohne dass der Käufer ein öffentliches Übernahmeangebot machen muss, auch wenn dieser aufgrund dieses Kaufs die gesetzliche Grenze für Pflichtangebote von 33⅓% überschreitet[2344]. Das Opting-out eröffnet damit einem Hauptaktionär nicht nur die Möglichkeit, seine Beteiligung zu verkaufen, ohne dass der Anbieter den Publikumsaktionären ein Angebot machen müsste, sondern hat auch zur Folge, dass die Kontrollprämie, die der Anbieter dem Mehrheitsaktionär zahlt, nicht beschränkt wird[2345]. Ein Opting-out der Zielgesellschaft hat ausserdem die Konsequenz, dass ein Anbieter bei einem öffentlichen Übernahmeangebot, das sich auf mehr als 33⅓% der Aktien bezieht, die Bestimmungen über den Angebotspreis bei Pflichtangeboten nicht einhalten muss[2346].

Das Opting-out führt in ökonomischer Sicht zu einer Verschiebung der Kontrollprämie von den Publikumsaktionären zum Mehrheits- bzw. Hauptaktionär und setzt die Publikumsaktionäre der Gefahr aus, dass ein Dritter die Kontrolle über die Gesellschaft übernimmt und die Strategie der Gesellschaft ändert, ohne dass die Publikumsaktionäre ihre Aktien verkaufen können. Aufgrund dieser Auswirkungen müsste das Opting-out an der Börse zu einer tendenziell tieferen Bewertung der betreffenden Gesellschaften führen[2347]. Empirisch lässt sich aber eine derartige systematische Tieferbewertung von Gesellschaften mit Opting-out an der SWX heute nicht feststellen[2348]. Dies mag darauf zurückzuführen sein, dass der Gedanke an eine potentielle Übernahme im Rahmen der normalen Börsenbewertung eine relativ geringe Rolle spielt. Allenfalls gehen die Publikumsaktionäre aber auch davon aus, dass ein Anbieter in den meisten Fällen ohnehin das Ziel hat, die erworbene Gesellschaft vollumfänglich in seine Konzerngruppe einzugliedern, und deshalb unabhängig von einem Opting-out ein Angebot für sämtliche Aktien der Gesellschaft machen wird[2349].

2344 Böckli (2004), S. 744.

2345 Böckli (1998b), S. 261. Wie vorne in Ziff. III.J.1 gezeigt, führt die Anwendung der Regel über Pflichtangebote zu einer Beschränkung der Prämie für den Hauptaktionär in Höhe von 33⅓% des Preises, der den übrigen Aktionären im Rahmen des öffentlichen Angebotes bezahlt werden muss.

2346 Besteht kein Opting-out und bezieht sich ein öffentliches Angebot auf mehr als 33⅓% der Aktien, so kommen gemäss Art. 9 Abs. 5 UEV die Regeln über die Preise bei Pflichtangeboten gemäss Art. 40 ff. BEHV-FINMA zur Anwendung; dazu vorne Ziff. III.D.2.1.2.

2347 Vgl. Hirsch (1998), S. 47; Bernet (1998), S. 222.

2348 Die „Opting-out-Gesellschaften" weisen im Durchschnitt keine tiefere Price/Earnings-Ratio auf als andere Titel; vgl. Meier-Schatz (1996), S. 127; die von Meier-Schatz festgestellte grosse Zahl von kotierten Gesellschaften, die sich für ein Opting-out entschlossen haben, ist allerdings seit 1995 markant zurückgegangen; heute stellt das Opting-out eher eine Ausnahme dar. Vgl. zur Statistik im Jahr 2000 von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 112 f. Zur Statistik 2005 Nobel (2006), S. 42.

2349 Vgl. aber den Trend zur Aufhebung von Opting-out-Bestimmungen bzw. den Verzicht auf derartige Bestimmungen bei IPOs, erwähnt bei von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 112 ff.

9.2 Formulierung der Opting-out-Klausel

Das Opting-out muss in den Statuten als generell abstrakte Norm definiert sein[2350]. Opting-out-Klauseln, die sich nur auf einzelne in den Statuten benannte Aktionäre oder auf bestimmte Transaktionen beziehen, sind nach der Praxis der EBK unzulässig[2351], da eine Gesellschaft nach Börsenrecht nur die Möglichkeit hat, sich entweder vollumfänglich den Bestimmungen über Pflichtangebote zu unterstellen oder die Anwendung dieser Regeln gänzlich auszuschliessen[2352]. Diese Praxis der EBK steht im Gegensatz zur früheren Praxis der Übernahmekommission, die derartige selektive Opting-out-Klauseln erlaubte und dies damit begründete, dass eine auf einzelne Personen beschränkte Opting-out-Klausel nach dem Grundsatz „a majore minus" zulässig sein müsse, wenn das Gesetz ein vollständiges Opting-out zulässt[2353]. Entgegen der teilweisen Kritik in der Lehre[2354] ist m.E. die ablehnende Position der EBK sachlich richtig: Die Unterstellung börsenkotierter Gesellschaften unter die Angebotspflicht ist grundsätzlich zwingend, wobei das Börsengesetz in Art. 22 Abs. 3 bzw. Art. 32 Abs. 1 BEHG als Ausnahmen einzig ein vollständiges Opting-out und das Opting-up vorgesehen hat[2355]. Weitere individualisierte Ausnahmen von der Angebotspflicht können nur von der Übernahmekommission gemäss Art. 32 Abs. 2 und 3 BEHG auf Antrag des betroffenen Aktionärs gewährt werden, wobei die Übernahmekommission in diesen Fällen das Interesse von Erwerber und Zielgesellschaft an einem Verzicht auf ein Pflichtangebot und die Interessen der Minderheitsaktionäre an einem Angebot gegeneinander abwägen. Dieses System, das den für das Börsengesetz und die Übernahmeregelung zentralen Anlegerschutz sicherstellen soll, würde ausgehebelt, wenn die Generalversammlung der Zielgesellschaft nach dem Prinzip „a majore minus" neue individuelle Ausnahmen von der Angebotspflicht einführen könnte und damit keine individuelle Interessenabwägung durch die Übernahmekommission mehr vorgenommen würde[2356]. Der Entscheid der Generalversammlung kann die im Gesetz

---

2350 Für Beispiele von Opting-out-Klauseln Küng/Huber/Kuster (1998) Tafel 6.

2351 Verfügung der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. Esec (E.3); Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 i.S. Golay**;** vgl. Aregger/Margiotta, S. 295; Küng/Huber/Kuster (1998), N. 19 zu Art. 22 BEHG. Vgl. Wey/Huber (2001), S. 150; von der Crone, SZW-Sondernummer 1997, S. 53; Margiotta/Chabloz (2005), S. 208; m.E. kann davon ausgegangen werden, dass die FINMA diese Praxis der EBK fortsetzen wird, da sich die gesetzlichen Grundlagen nicht geändert haben.

2352 Vgl. von der Crone (2000b), S. 174; von der Crone (1997a), S. 93, Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 28; Iffland (2001), S. 199 f.

2353 Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Februar 2000 i.S. Flughafen Immobilien Gesellschaft; Empfehlung der UEK vom 6. Juni 2000 i.S. Esec; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 208 f.; Wey/Huber (2001), S. 150 f.; vgl. zur Darstellung der Praxisänderung, von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 108 ff.; Chabloz (2005), S. 121 f.

2354 Dubs/Gasser (2001), S. 88 ff.; vgl. zur Darstellung der Praxisänderung, von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 108 ff.

2355 Von der Crone (1997a), S. 53; Eggen (2007a), S. 55 f.

2356 Genau dies war letztlich das Ziel von Unaxis und Esec im Fall, welcher der vorne zitierten Empfehlung der UEK bzw. der Verfügung der EBK zugrundelag; Unaxis wollte zwar die Kontrolle über die Esec übernehmen, wollte gleichzeitig aber kein öffentliches Kaufangebot machen, um sich weiterhin die Möglichkeit offenzuhalten, auf Stufe Esec Kapital aufzunehmen, und scheute wohl auch die wesentlich höhere Kapitalbindung, die bei einer Übernahme von 100% der Esec-Aktien anfiel; für eine privatautonome Einführung von Ausnahmen von der Annahmepflicht durch partielles Opting-out dagegen: Dubs/Gasser (2001), S. 102.

vorgesehene Interessenabwägung durch die Übernahmekommission nicht ersetzen, weil der Beschluss in der Generalversammlung typischerweise ja gerade vom Mehrheits- bzw. Hauptaktionär herbeigeführt wird, der primär von einer derartigen Klausel profitiert[2357].

Verzichtet eine Gesellschaft auf ein Opting-out, so kommen die gesamten Bestimmungen über Pflichtangebote zur Anwendung, ohne dass die Gesellschaft – ausgenommen im Rahmen des Opting-up[2358] – Änderungen an den Übernahmeregeln vorsehen könnte. Insbesondere kann eine Gesellschaft die Position des Käufers nicht dadurch erleichtern, dass sie in den Statuten einen Mindestpreis vorsieht, der tiefer ist als der vom Börsengesetz für Pflichtangebote vorgeschriebene Mindestpreis[2359]. Umgekehrt können die Statuten den Aktionären bezüglich Pflichtangeboten aber auch keine zusätzlichen Pflichten auferlegen und z.B. einen höheren Mindestpreis für Pflichtangebote vorschreiben, als im Gesetz vorgesehen ist. Derartige Statutenbestimmungen würden dem in Art. 620 Abs. 2 OR festgehaltenen Grundsatz widersprechen, dass die Statuten dem Aktionär neben der Liberierungspflicht keine weitergehenden persönlichen Pflichten auferlegen können.[2360].

9.3 Die nachträgliche Einführung des Opting-out

Das Opting-out kann vor der Kotierung einer Gesellschaft durch die Aufnahme einer entsprechenden Bestimmung in die Statuten eingeführt werden[2361]. Gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG kann aber auch eine bereits kotierte Gesellschaft eine Opting-out-Klausel nachträglich durch einen entsprechenden Generalversammlungsbeschluss[2362] in ihre Statuten aufnehmen[2363].

Art. 22 Abs. 3 BEHG schränkt die Möglichkeit zur nachträglichen Aufnahme einer Opting-out-Bestimmung allerdings insoweit ein, als die Einführung einer derartigen Klausel den Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre nicht verletzen und dementsprechend einzelne Aktionäre nicht auf Kosten anderer Aktionäre bevorteilen darf[2364]. Da ein nachträgliches Opting-out immer in die

---

2357 Vgl. Iffland (2001), S. 200.

2358 Dazu Ziff. III.J.10 hinten.

2359 Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 20 zu Art. 22 BEHG.

2360 Kurer, BSK, N. 6 ff. zu 680 OR; vgl. von Büren/Bähler (1996), S. 401; Köpfli (2000), S. 38 f.; Werlen (2001), S. 137; a.M. Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 208 f.; vereinzelt werden den Aktionären in den Statuten aber dennoch weitergehende Pflichten auferlegt; vgl. Art. 7 der Statuten der Micronas, der vorsieht, dass der Preis des Pflichtangebotes nicht unter dem höchsten Preis liegen darf, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Gesellschaft bezahlt hat. Eine ähnliche Klausel fand sich auch in den Statuten der Amazys.

2361 Empfehlung der UEK vom 8. August 2007 i.S. Société Bancaire Privée (E.1.1); Bei der Einführung vor der Kotierung gilt uneingeschränkt das Mehrheitsprinzip: Nobel (2004b), S. 937. Dieser Schritt ist vor der Neukotierung von Aktien allerdings sehr selten, da das Opting-out die Attraktivität der Aktien für das Publikum reduziert; vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 22 zu Art. 22 BEHG; von der Crone (1997a), S. 50.

2362 Für diesen Beschluss ist gemäss Art. 703 OR die absolute Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen notwendig; Köpfli (2000), S. 132.

2364 Böckli (2004), S. 745; Tschäni (2003a), S. 340; Frei (1996a), S. 726.

Rechte der Kleinaktionäre eingreift, weil sie das Recht zum Verkauf bei einem Kontrollwechsel verlieren, und immer die Person bevorzugt, deren Beteiligung den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert überschreitet, stellt sich letztlich bei der nachträglichen Einführung des Opting-out immer die Frage, wie dieser Eingriff in die Rechte der Minderheitsaktionäre gerechtfertigt werden kann. Im konkreten Fall muss dementsprechend nachgewiesen werden, dass das Opting-out einen Beitrag zur Erreichung des Gesellschaftszwecks leistet und dass der Eingriff in die Rechte der Minderheitsaktionäre in einem vernünftigen Verhältnis zu diesem positiven Beitrag zum Unternehmenszweck steht, weshalb das Interesse des Unternehmens am Opting-out grösser ist als das Interesse der Minderheitsaktionäre an einem Angebot[2365].

Ob ein nachträglich eingeführtes Opting-out Wirkung entfaltet oder nicht, entscheidet sich in der Praxis allerdings nicht im Rahmen einer allfälligen Anfechtung der Opting-out-Bestimmung, sondern primär vor der Übernahmekommission, die bei einer späteren Überschreitung des für die Übernahmepflicht massgebenden Grenzwertes entscheidet, ob eine Angebotspflicht existiert oder nicht[2366]. Nach der Praxis der Übernahmekommission untersagt das in Art. 22 Abs. 3 BEHG enthaltene Verbot, Minderheitsaktionäre zu benachteiligen, dass ein Opting-out in Hinblick auf eine konkret bevorstehende Transaktion eingeführt wird[2367], da das Opting-out in einer derartigen Situation trotz der generell abstrakten Formulierung allein den Grossaktionären nützt bzw. diesen ermöglicht, eine Kontrollprämie zu realisieren[2368]. Die Übernahmekommission vertritt daher die Ansicht, dass bei der nachträglichen Einführung einer Opting-out-Klausel eine Übergangsfrist von fünf Jahren gilt, d.h., dass trotz der entsprechenden Statutenbestimmung die Regeln über Pflichtangebote gelten, wenn innert dieser Frist eine Person eine Beteiligung erwirbt, die über dem Grenzwert von $33^{1}/_{3}$% liegt[2369]. Nach Ablauf der Fünf-Jahres-Frist können sich die betroffenen

---

2365 Zu dieser Interessenabwägung vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 i.S. SGF (E.1.2.2.1); von der Crone (1997a), S. 51; vgl. Tschäni (2003b), S. 92.

2366 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. August 2007 i.S. Société Bancaire Privée (E.1); Chabloz (2005), S. 126 f.

2367 Vgl. Verfügung der UEK vom 23. Juni 2000 i.S. Esec; von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 112; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 28; Chabloz (2005), S. 124.

2368 Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech Holding (E.3.3); Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 i.S. SGF; Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (E.1); vgl. Aregger/Margiotta (2004), S. 295 f.; Margiotta/Chabloz (2005), S. 208 f.; Chabloz (2005), S. 124 ff.; Böckli (2004), S. 745, stellt mit Recht fest, dass das Interesse des Hauptaktionärs dank der Einführung des Opting-out eine Kontrollprämie zu erhalten, kein schützenswertes Interesse ist; kritisch Bloch (2005), S. 294 ff.

2369 Die UEK geht von der Vermutung aus, dass eine Opting-out-Klausel im Hinblick auf eine spezifische Kontrollwechsel-Transaktion eingeführt worden ist, wenn die betreffende Transaktion innert fünf Jahren nach der Einführung der Opting-out-Klausel durchgeführt wird. Empfehlung der UEK vom 8. August 2007 i.S. Société Bancaire Privée (E.2); Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 i.S. Golay (E.1.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 24. Juli 2004 i.S. HPI Holding SA; Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 betreffend SGF; kritisch zu diesem Entscheid Bloch (2005), S. 294 ff.;Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech AG (E.3.3); dies führt auch dazu, dass die Preisregeln für Pflichtangebote zur Anwendung kommen, wenn innert dieser Zeit ein freiwilliges öffentliches Angebot gemacht wird, das sich auf mehr als $33^{1}/_{3}$% der Aktien bezieht.

Aktionäre gemäss der Praxis der Übernahmekommission dann aber auf die Opting-out-Klausel berufen, sofern nicht nachgewiesen werden kann, dass die Transaktion, die zum Kontrollwechsel führt, nicht doch bereits bei der Einführung der Opting-out-Klausel geplant war[2370]. M.E. ist diese Fünf-Jahres-Regel zu starr und sollte nur zur Anwendung kommen, wenn die betreffende Gesellschaft vor der Einführung des Opting-out tatsächlich Grossaktionäre hatte, die von dieser Regel profitieren. Hat dagegen im Zeitpunkt, in dem die Opting-out-Klausel eingeführt wird, kein Aktionär eine Beteiligung, für die eine Kontrollprämie bezahlt wird[2371], so ist nicht ersichtlich, wie einzelne Aktionäre durch das Opting-out bevorzugt werden könnten[2372]. Überdies muss es auch aus wichtigen, im Interesse des Unternehmens liegenden Gründen möglich sein, ein Opting-out mit sofortiger Wirkung einzuführen[2373]. Fusioniert eine kotierte Gesellschaft beispielsweise mit einem nicht kotierten Unternehmen, das von einem einzelnen Aktionär beherrscht wird, oder übernimmt es ein derartiges Unternehmen im Rahmen einer Sacheinlage, so kann eine Übernahmepflicht dieses Aktionärs nur durch ein Opting-out[2374] vermieden werden, wenn die Fusion bzw. die Sacheinlage zu einer Beteiligung führen, die über dem für Pflichtangebote massgebenden Grenzwert liegt. Wenn die bestehenden Aktionäre eines derartigen Unternehmens der Transaktion und dem Opting-out in der Generalversammlung zustimmen, so muss dieser Beschluss mit sofortiger Wirkung gültig sein[2375], da keiner der bestehenden Aktionäre gegenüber dem anderen bevorteilt wird und im Rahmen des Generalversammlungsbeschlusses gerade die Aktionäre, die von einer Angebotspflicht profitieren konnten, dem Opting-out zugestimmt haben, ohne dass der neue Grossaktionär mitstimmen konnte[2376].

9.4 Die Aufhebung eines Opting-out (Opting-in)

Eine Opting-out-Klausel kann durch eine entsprechende Statutenänderung von der Generalversammlung aufgehoben werden[2377], was in der Praxis als „Op-

---

2370 Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 i.S. Golay (E.1.3 ff.).

2371 Typischerweise ca. 20%.

2372 Nachdem die UEK gemäss Empfehlung vom 21. Juni 2007 i.S. Golay (E.1.3) die Anwendung der Fünf-Jahres-Regel auf die „natürliche Vermutung" abstützt, dass eine Opting-out-Klausel im Hinblick auf eine spezifische Kontrollwechsel-Transaktion eingeführt wurde, wenn eine solche Transaktion tatsächlich innert fünf Jahren nach Einführung der betreffenden Opting-out-Klausel durchgeführt wird, ist eine derartige Argumentation möglich, da das Fehlen von Grossaktionären diese natürliche Vermutung letztlich widerlegt.

2373 Von der Crone (1997a), S. 51 f. mit Beispielen; vgl. Bloch (2005), S. 294 ff.

2374 Bzw. je nach Wertverhältnissen durch ein Opting-up.

2375 Die Praxis der von EBK und UEK stehen diesem Vorgehen prinzipiell nicht entgegen, da die Frist von fünf Jahren nur auf einer „tatsächlichen Vermutung" basiert; Empfehlung der UEK vom 8. August 2007 i.S. Société Bancaire Privée (E.1.2), was der Zielgesellschaft ermöglicht, den Nachweis zu erbringen, dass im konkreten Fall nicht ein einzelner Aktionär von der Möglichkeit eines Verkaufs profitiert.

2376 Dies gilt natürlich nur dann, wenn der zukünftige Hauptaktionär nicht auch schon ein massgeblicher Aktionär des kotierten Unternehmens ist, das eine Opting-out-Klausel einführt.

2377 Margiotta (2006), S. 220. Der entsprechende Beschluss wird gemäss Art. 703 OR mit einfacher Mehrheit der an der betreffenden Generalversammlung vertretenen Stimmen gefasst, sofern nicht die Statuten selbst eine qualifizierte Mehrheit vorsehen.

ting-in“ bezeichnet wird. Der entsprechende Beschluss der Generalversammlung entfaltet im Zeitpunkt Wirkung, in dem die Statutenänderung im Handelsregister eingetragen wird[2378]. Eine derartige Aufhebung einer Opting-out-Klausel hat keinen rückwirkenden Effekt, d.h., Personen, die in diesem Zeitpunkt bereits mehr als 33$^{1}/_{3}$% der Aktien halten, sind nicht verpflichtet, ein öffentliches Angebot zu machen[2379]. Dementsprechend kann ein Aktionär bzw. eine Aktionärsgruppe, die im Zeitpunkt der Aufhebung der Opting-out-Klausel einen Aktienbestand hält, der über dem Grenzwert von 33$^{1}/_{3}$% liegt[2380], ihren Bestand nach dem Opting-in weiter erhöhen, ohne dass es zur Angebotspflicht kommt[2381].

Für die Aufhebung des Opting-out gibt es keine börsenrechtlichen Schranken; es kommt auch nicht zu einer analogen Anwendung von Art. 22 Abs. 3 BEHG. Diese Bestimmung bezweckt, den Schutz von Minderheiten und kommt deshalb beim Opting-in, das den Interessen der Minderheitsaktionäre dient und nur den vom Gesetzgeber als Normalfall definierten Zustand herstellt, nicht zur Anwendung. Dementsprechend unterliegt ein Beschluss, mit dem eine Opting-out-Klausel aufgehoben wird, nur den normalen obligationenrechtlichen Anfechtungsmöglichkeit gemäss Art. 706 OR.

10. Opting-up

Eine Gesellschaft kann gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG in ihren Statuten den Grenzwert für Pflichtangebote bis auf 49% anheben (Opting-up)[2382]. Ein derartiges Opting-up führt dazu, dass das Pflichtangebot erst bei einem entsprechend höheren Grenzwert ausgelöst wird[2383]. Wie das Opting-out muss auch das Opting-up in den Statuten als abstrakte Norm definiert sein und darf sich nicht auf einzelne Aktionäre beziehen[2384]. Zur nachträglichen Einführung einer Opting-up-Klausel in die Statuten gelten die gleichen Überlegungen, wie vorne zum Opting-out dargestellt[2385], d.h., die Einführung einer derartigen Klausel darf einzelne Grossaktionäre nicht auf Kosten der anderen Aktionäre bevorteilen[2386]. In analoger Anwendung der Praxis der Übernahmekommission zum

---

2378 Empfehlung der UEK vom 27. Juni 2005 i.S. Unaxis (E.4); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 29.

2379 Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Loeb vom 15. Mai 2000 (E.1.ff.); Empfehlung der UEK vom 27. Juni 2005 i.S. Unaxis (E.3); Tschäni (2003a), S. 341; Nobel (2005), S. 271; Margiotta (2006), S. 220; Iffland (2001), S. 201.

2380 Empfehlung der UEK vom 27. Juni 2005 i.S. Unaxis (E.5.1); Nobel (2005), S. 271.

2381 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Juni 2000 i.S. Calida (E.3). In einem derartigen Fall kommt Art. 52 BEHG nicht analog zur Anwendung, d.h., der betreffende Aktionär kann seinen Stimmrechtsbestand auch über 50% erhöhen, Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2005 i.S. Unaxis (E.6); Margiotta (2006), S. 224.

2382 Aufgrund dieser Regelung können Grenzwerte zwischen 331/3% und 49% festgelegt werden, Eggen (2007a), S. 57.

2383 Vgl. dazu Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 58 zu Art. 32 BEHG; Tschäni (2003a), S. 340; von der Crone (1997a), S. 52. Statistische Angaben zum Opting-up im Jahr 2000 in von der Crone/Iffland/Wey (2001), S. 112 f.; zu den Auswirkungen des Opting-up Kunz (2001), S. 658 f.

2384 Vgl. dazu im Einzelnen vorne Ziff. III.J.9.2.

2385 Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 63 zu Art. 32 BEHG. Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.J.9.3 vorne.

2386 Empfehlung der UEK vom 22. Mai 2007 i.S. 4M (E.1); Hofstetter, BSK, N. 23 zu Art. 32 BEHG; vgl. Ziff. 1.2.2 des Rundschreibens Nr. 2 der UEK vom 21. Mai 1997.

Opting-out gilt daher auch bei der nachträglichen Einführung eines Opting-up eine Übergangsfrist von fünf Jahren, d.h., ein Aktionär, dessen Besitz den Grenzwert von 33⅓% überschreitet, muss während dieser Zeit trotz Opting-up ein Angebot machen. Die vorne zum Opting-out gemachten Vorbehalte zu dieser Fünf-Jahres-Regel gelten aber auch in diesem Falle. M.E. muss es daher möglich sein, eine Opting-up-Klausel mit sofortiger Wirkung einzuführen, wenn wichtige im Interesse des Unternehmens liegende Gründe dafür sprechen.

Wird eine bestehende Opting-up-Klausel nachträglich aufgehoben, so zwingt dies einen Aktionär, der eine Beteiligung von mehr als 33⅓% hat, nicht dazu, ein Angebot zu machen, da die Aufhebung der Opting-up-Klausel genau wie die vorne dargestellte Aufhebung der Opting-out-Klausel keine Rückwirkung entfaltet. M.E. muss der betreffende Aktionär aber dann ein Angebot machen, wenn er seine Beteiligung über die bisherige Opting-up-Grenze hinaus erhöht, da sonst die Abschaffung des Opting-up für ihn zu einer gänzlichen Aufhebung der Angebotspflicht führen würde. Dieses Resultat wäre für die Minderheitsaktionäre ungünstiger als das Weiterbestehen der Opting-up-Klausel und wird mit der Aufhebung der Opting-up-Klausel, die sich ja zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirken sollte, nicht angestrebt.

11. Verletzung der Angebotspflicht

Verletzt ein Aktionär einer Gesellschaft seine Angebotspflicht, so hat dies folgende Konsequenzen:

11.1 Börsenrechtliches Verfahren

11.1.1 Feststellung der Übernahmepflicht

Die Übernahmekommission überprüft gemäss Art. 3 Abs. 1 UEV generell auch die Einhaltung der Bestimmungen über Pflichtangebote. Dementsprechend muss die Übernahmekommission abklären, ob die Voraussetzungen für ein Pflichtangebot erfüllt sind, wenn sie aufgrund eigener Beobachtungen oder einer Anzeige Kenntnis von Umständen erhält, die eine Verletzung der Angebotspflicht als wahrscheinlich erscheinen lassen[2387].

Stellt die Übernahmekommission bei ihren Vorabklärungen fest, dass Anhaltspunkte dafür bestehen, dass die Angebotspflicht verletzt wurde, so führt sie ein Verfahren gemäss Art. 61 UEV durch[2388]. Zu diesem Verfahren kann auf Ziff. III.J.5.2.3 vorne verwiesen werden. In diesem Verfahren kann der potentiell von der Übernahmepflicht betroffene Aktionär auch eine Ausnahme beantragen, wenn er die vorne dargestellten Voraussetzungen erfüllt, da ein derartiges Gesuch jederzeit gestellt werden kann[2389].

2387 Vgl. Gotschev (2005), S. 208.

2388 Vgl. zum analogen Verfahren unter der bis zum 31.12.2008 geltenden UEV-UEK, BGE 130 II 445 ff.

2389 Vgl. BGE 130 II 445 ff.

11.1.2 Durchsetzung der Angebotspflicht

Die Übernahmekommission kann zwar, wie oben beschrieben, die Übernahmepflicht verbindlich feststellen, hat aber keine Möglichkeit, den zum Angebot verpflichteten Aktionär auch tatsächlich zu einem Angebot bzw. zum Kauf und zur Bezahlung der Aktien der Minderheitsaktionäre zu zwingen[2390]. Die Übernahmekommission kann aber gemäss Art. 32 Abs. 7 BEHG beim zuständigen Gericht am Sitz der Zielgesellschaft beantragen, dass die Stimmrechte des Aktionärs, der seiner Angebotspflicht nicht nachgekommen ist, suspendiert werden, bis der betreffende Aktionär ein dem Börsengesetz entsprechendes Angebot unterbreitet hat[2391]. Dies führt dazu, dass dieser Aktionär bis zur Durchführung des Angebotes seine beherrschende Stellung nicht ausüben kann, was indirekt einen gewissen Druck auslöst, ein Angebot zu unterbreiten[2392]. Letztlich liegt damit die Durchsetzung der Angebotspflicht aber auf zivilrechtlicher Ebene bei den Aktionären, die, wie bei einem nicht erfüllten Kaufvertrag, ihren Anspruch auf Zahlung des Kaufpreises durchsetzen müssen.

11.1.3 Beurteilung des börsenrechtlichen Verfahrens

Der Vergleich der börsenrechtlichen Sanktionsordnung bei der Verletzung der Meldepflicht und der Verletzung der Übernahmepflicht zeigt eine erhebliche Wertungsdifferenz. Während die Verletzung der Meldepflicht massive Bussen nach sich zieht, sind für die Verletzung der Übernahmepflicht keine derartigen Strafen vorgesehen, sondern nur die oben dargestellte Suspension des Stimmrechtes[2393]. Auch wenn diese Wertungsdifferenz auf den ersten Blick erstaunlich erscheint, weil die Übernahmepflicht letztlich für die Aktionäre in wirtschaftlicher Hinsicht viel bedeutender ist als die Meldepflicht, ist sie m.E. vertretbar: Bei der Meldepflicht handelt es sich um eine börsenrechtliche Informationspflicht, aus der sich keine zivilrechtlichen Ansprüche ableiten lassen[2394], weshalb die börsenrechtliche Strafsanktion die einzige Massnahme ist,

---

2390 Hofstetter/Heuberger BSK, N. 143 ff. zu Art. 32 BEHG; Böckli (2004), Art. 743. Gotschev (2005), S. 208; a.M. von der Crone (1997a), S. 49, der die Ansicht vertritt, dass die EBK mit den Instrumenten des Verwaltungszwangs im Sinne von Art. 41 VWVG gegen Personen vorgehen kann, welche die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes missachten, und sie entsprechend zu einem Angebot zwingen kann; vgl. Köpfli (2000), S. 68. M.E. ist ein derartiger direkter Verwaltungszwang nicht zulässig, da Art. 32 Abs. 7 BEHG die Zwangsmittel abschliessend definiert und im Übrigen die Aktionäre der Zielgesellschaft ihre Ansprüche auf zivilrechtlichem Weg durchsetzen müssen.

2391 Empfehlung der UEK vom 3. Mai 2007 i.S. GNI (E.3): In diesem Fall stellte die UEK bei der EBK den entsprechenden Antrag, da der zum Angebot verpflichtete Aktionär mangels Finanzierung zum zweiten Mal um eine Fristerstreckung betreffend Pflichtangebot nachsuchen musste; Verfügungen des Zivilgerichtes Seebezirk/Murten vom 20. Juni 2007 und 25. Juni 2007 i.S. GNI, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2007 i.S. GNI (Sachverhaltsdarstellung O); Blaas/Barraud (2008), S. 344; vgl. von der Crone (1997a), S. 281; Tschäni (2003b), S. 98; Köpfli (2000), S. 67 f.; Bernet (1998), S. 238. Gotschev (2005), S. 205; Eggen (2007a), S. 85 ff.

2392 Blaas/Barraud (2008), S. 344.

2393 Vgl. zu dieser Wertungsdiskrepanz, Böckli (2004), S. 743; Tschäni (2003b), S. 98. Gotschev (2005), S. 207 f.

2394 Eine Schadenersatzklage der Aktionäre oder der Gesellschaft ist mangels spezifizierbaren Schadens von vornherein aussichtlos; eine Klage auf nachträgliche Erfüllung der Meldepflicht ist zwar theoretisch denkbar. Ein entsprechendes Urteil würde sich aber aufgrund der Dauer zivilrechtlicher Verfahren erst in einem Zeitpunkt auswirken, in dem die betreffenden Informationen nicht mehr von Interesse ist.

um die Meldepflicht durchzusetzen[2395]. Die Verletzung der Übernahmeverpflichtung kann dagegen, wie hinten dargestellt, durch die Aktionäre direkt zivilrechtlich durchgesetzt werden, da jeder einzelne Aktionär gegenüber der übernahmeverpflichteten Person einen Anspruch auf die Übernahme seiner Aktien und auf die Zahlung des Angebotspreises hat[2396]. Eine zusätzliche Kriminalisierung der Verletzung der Übernahmeverpflichtung ist daher nicht angezeigt.

11.2 Zivilrechtliche Ansprüche der Aktionäre

Wenn ein Aktionär gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG die Pflicht hat, ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, hat jeder Aktionär der Gesellschaft gegenüber der zum Angebot verpflichteten Person einen zivilrechtlichen Anspruch auf den Verkauf seiner Aktien zu einem Preis, der dem nach Art. 40 ff. BEHV-FINMA berechneten Mindestpreis entspricht[2397]. Da die Angebotspflicht die Pflicht beinhaltet, den Aktionären ein Angebot zu machen, das diese durch einfache Erklärung annehmen können, ist der Aktionär, der mit entsprechender Mahnung gegenüber der angebotspflichtigen Person zum Ausdruck bringt, dass er das Angebot annehmen will, in der gleichen Lage wie ein Verkäufer, dessen Vertrag vom Käufer nicht erfüllt wird. Dementsprechend kann er einen Anspruch auf Zahlung des Kaufpreises gegen Übertragung des Kaufgegenstandes, d.h. seiner Aktien, geltend machen. Alternativ kann der betreffende Aktionär gemäss Art. 214 OR in Verbindung mit Art. 107 ff. OR dem zum Pflichtangebot verpflichteten Aktionär eine Nachfrist ansetzen und nach Ablauf der Nachfrist auf Erfüllung verzichten und das positive Interesse verlangen, das sich gemäss Art. 215 Abs. 2 OR als Differenz zwischen dem Börsenkurs und dem gemäss Art. 40 ff. BEHV-FINMA berechneten Mindestpreis ergibt[2398]. Der einzelne Minderheitsaktionär kann mit der zivilrechtlichen Klage allerdings nur seinen eigenen finanziellen Schaden geltend machen. Mangels einer ausdrücklichen Rechtsgrundlage kann er dagegen nicht im Sinne einer „Class Action“ verlangen, dass allen Aktionären der Übernahmepreis ausbezahlt wird oder das Angebot durchgeführt wird[2399].

Neben der Übernahmekommission können auch die Aktionäre sowie die Zielgesellschaft selbst beim Richter verlangen, dass die Stimmrechte des Akti-

---

2395 Diese Argumentation betrifft allerdings nur den Grundsatz, dass bei der Meldepflicht eine börsenrechtliche Strafsanktion notwendig ist; wie vorne in Ziff. II.H.5.2 dargestellt, erscheint die vom BEHG konkret vorgesehene Sanktion für die Verletzung der Meldepflicht dagegen als völlig übermässig.

2396 Vgl. zu den Sanktionen und ihrer Wertung, Kunz (2001), S. 645 ff.

2397 Köpfli (2000), S. 64 ff.; Kunz (2001), S. 646; von der Crone (1997a), S. 47 f., der allerdings eine zweigeteilte Klage vorsieht: einerseits auf Abgabe eines Angebotes, andererseits auf Erfüllung des Angebotes. M.E. steht dem Aktionär nur die Erfüllungsklage zu, da er an der Abgabe eines separaten Angebotes, das sich an alle Aktionäre der Zielgesellschaft richtet, kein schützenswertes Interesse hat. Vgl. zum Meinungsstreit Gotschev (2005), S. 206 f.; Eggen (2007a), S. 87 ff.

2398 Vgl. zu Schadenersatzansprüchen Hofstetter/Heuberger, BSK, N. 146 zu Art. 32 BEHG.

2399 Köpfli (2000), S. 65 f.; vgl. aber von der Crone (1997a), S. 46 f., der eine derartige Klage zu postulieren scheint. Interessant ist, dass das Fusionsgesetz in Art. 105 bei der Überprüfungsklage eine „class action“ vorsieht, da sich die Klage eines Aktionärs auf alle Aktionäre der betreffenden Gesellschaft auswirkt.

onärs, der seiner Angebotspflicht nicht nachgekommen ist, bis zur Erfüllung dieser Pflicht suspendiert werden[2400], was den Erwerber natürlich einem gewissen Druck aussetzt, da er dann die teuer erworbene Kontrollbeteiligung nach der Suspendierung des Stimmrechts nicht ausnützen kann.

Wenn ein Aktionär gegen die zum Angebot verpflichtete Person eine Klage einleitet, stellt sich die Frage, inwieweit das Zivilgericht an den vorhergehenden Entscheid der Übernahmekommission über die Angebotspflicht gebunden ist. M.E. besteht bezüglich der grundsätzlichen Existenz der Angebotspflicht keine Bindung des Zivilrichters an den Entscheid von Übernahmekommission und EBK, da die Übernahmepflicht direkt aus Art. 32 Abs. 1 BEHG entsteht und nicht durch einen behördlichen Akt[2401]. Soweit allerdings die Übernahmekommission gemäss Art. 32 Abs. 2 BEHG eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt hat, sind Zivilgerichte an diesen Entscheid gebunden, da die Übernahmekommission damit aufgrund einer klaren gesetzlichen Grundlage in den privatrechtlichen Anspruch auf ein Angebot bzw. den Kauf von Beteiligungspapieren eingreift[2402].

2400 Von der Crone (1997a), S. 47; Köpfli (2000), S. 66 f.; Blaas/Barraud (2008), S. 433.

2401 Vgl. Gotschev (2005), S. 213. Faktisch wird natürlich ein Zivilgericht nicht ohne Not von den Feststellungen der UEK abweichen, da dieser aufgrund ihrer spezialisierten Fachkenntnis eine grosse Autorität zukommt. Vgl. von der Crone (1997a), S. 49 f. Vgl. Köpfli (2000), S. 275; Reutter (2002), S. 19.

2402 Von der Crone (1997a), S. 49.

K. DIE POSITION DER ZIELGESELLSCHAFT IM ÜBERNAHMEVERFAHREN

1. Die Position der Zielgesellschaft gegenüber Übernahmeversuchen

1.1 Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft als „Gatekeeper" für Angebote

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ist aus rein vertragsrechtlicher Sicht von einem Übernahmeangebot nicht betroffen, da weder die Zielgesellschaft selbst noch ihr Verwaltungsrat Partei des mit dem Übernahmeangebot angestrebten Rechtgeschäftes sind; das Übernahmeangebot richtet sich vielmehr allein an die Aktionäre der Zielgesellschaft, die durch die individuelle Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes über den Erfolg, d.h. über den Kontrolltransfer an der Zielgesellschaft, entscheiden[2403]. Der Verwaltungsrat ist aber von einem derartigen Angebot in wirtschaftlicher Hinsicht betroffen, da er nicht nur damit rechnen muss, dass die von ihm für das Unternehmen beschlossene Strategie bei einer Übernahme mehr oder weniger radikal geändert wird, sondern auch damit, dass er seine Position innerhalb der Gesellschaft mit der erfolgreichen Übernahme verliert[2404].

Obwohl der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei einem öffentlichen Angebot nur das Kaufobjekt und nicht eine der Parteien vertritt, kommt ihm im gesamten Übernahmeverfahren eine wesentliche Bedeutung zu[2405]:

– Im Vorfeld der Übernahme ist der Verwaltungsrat der Ansprechpartner für potentielle Anbieter, die Informationen benötigen, um ein Angebot bzw. dessen Finanzierung vorzubereiten.[2406] Häufig ist ein Anbieter nicht bereit, ohne eine Due Diligence ein öffentliches Angebot zu machen[2407], bzw. kann ein Angebot ohne Due Diligence nicht finanzieren, da Banken ohne Due-Diligence-Bericht nicht bereit sind, Kredite zur Verfügung zu stellen[2408]. Da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft darüber entscheidet,

---

2403 Tschäni/Diem (2006), S. 53; Frauenfelder (2001), S. 5; vgl. Frauenfelder (2001), S. 41 ff.; Harris (2005), S. 121; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1192; Homburger ZK N. 981 zu Art. 717 OR.

2404 Dazu im Einzelnen Ziff. I.4.2 vorne.

2405 Vgl. zur Entscheidungssituation des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmen, Böckli (2004), S. 723 f.; Epper (2008), S. 120 f.

2406 Zu den aktienrechtlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 70 ff.; Epper (2008), S. 120 f.

2407 Die Sorgfaltspflicht, welche die Organe des potentiellen Anbieters haben, verbietet es ihnen im Allgemeinen, ohne Due Diligence ein Angebot zu machen; Isler (2003), S. 6; viele Private Equity Fonds sind auch aufgrund ihrer internen Regeln gezwungen, vor der Veröffentlichung eines verbindlichen Anbotes eine Due Diligence durchzuführen.

2408 Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 55; Gerhard (2006), S. 216.

ob und in welchem Umfang er eine Due Diligence zulässt[2409], hat er es daher häufig in der Hand, durch die Ablehnung einer Due Diligence einen Übernahmeversuch in einem sehr frühen Stadium zu verhindern[2410].

– Während der Angebotsfrist des Übernahmeangebotes hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verschiedene börsenrechtliche Pflichten[2411]. Er muss insbesondere zum Angebot des Anbieters Stellung nehmen[2412], konkurrenzierende Anbieter gleich behandeln[2413] und gewisse Abwehrhandlungen unterlassen[2414].

– Soweit die Statuten der Zielgesellschaft eine Vinkulierung oder eine Stimmrechtsbeschränkung vorsehen und dem Verwaltungsrat beim Einsatz der entsprechenden Bestimmungen ein Ermessensspielraum zukommt, kann er direkt auf den Erfolg des Übernahmeangebotes Einfluss nehmen, indem er entweder diese Bestimmungen zur Anwendung bringt oder darauf verzichtet[2415]. Überdies kann der Verwaltungsrat den Erfolg des öffentlichen Angebotes auch durch die weiteren in Ziff. III.K.5 dargestellten Massnahmen, wie insbesondere die Suche nach Konkurrenzanbietern, entscheidend beeinflussen.

Obwohl der Verwaltungsrat nicht über Annahme oder Ablehnung eines öffentlichen Angebotes entscheidet, wird er dadurch, dass er über die Zulassung eines Anbieters zur Due Diligence und über die Anwendung allfälliger statutarischer Abwehrrechte entscheidet, zum eigentlichen „Gatekeeper" für eine Übernahme, der faktisch einen sehr starken Einfluss auf den Erfolg bzw. Misserfolg eines Angebotes hat[2416].

2409 Weder aus aktienrechtlicher noch aus börsenrechtlicher Sicht besteht eine Pflicht, einen potentiellen Anbieter zu einer Due Diligence zuzulassen. Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.11.3); Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. EIC (E.1.3); Margiotta (2006), S. 231; eine Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence kann sich nur in Konkurrenzsituationen gemäss Art. 49 UEV ergeben oder wenn die Zielgesellschaft öffentlich mitteilt, dass sie potentielle Anbieter zu einer Due Diligence zulässt; vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.K.7.2.2 hinten.

2410 Eine derartige Taktik wird zum Teil allerdings von Anbietern dadurch durchkreuzt, dass sie ihre Übernahmeabsicht und die Weigerung, eine Due Diligence zuzulassen, öffentlich bekanntgeben (einen derartigen Vorgang gab es beispielsweise bei der SIG im Herbst 2005, als CVC bekanntgab, dass sie den Verwaltungsrat der SIG um eine Due Diligence gebeten und ein für die Aktionäre attraktives Angebot in Aussicht gestellt hatte). Eine derartige Bekanntgabe führt oft zu Vorwürfen der Aktionäre an den Verwaltungsrat, was diesen allenfalls dazu zwingen kann, doch eine Due Diligence zuzulassen. Da aufgrund einer derartigen Bekanntgabe aber meist der Börsenkurs der Zielgesellschaft steigt, verschlechtert der potentielle Anbieter mit einer derartigen Mitteilung gleichzeitig auch selbst seine Erfolgsaussichten.

2411 vgl. Böckli (2004), S. 733; Blaas/Barraud (2008), S. 339, die davon ausgehen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren eine zentrale Rolle spielt.

2412 Vgl. dazu Ziff. III.K.4.1.

2413 Vgl. dazu Ziff. III.K.4.3.

2414 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.2.

2415 Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 54; Dubs (2006), S. 43, der vor allem auch betont, dass sich die Verhandlungsposition des Verwaltungsrates bei der Zielgesellschaft gegenüber einem Anbieter durch die Existenz einer Vinkulierungsklausel stark verbessert.

2416 Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 53 ff.; Bühler (2003), S. 15.

Bescheidener ist die Rolle des Verwaltungsrates allerdings, wenn bei einer Gesellschaft ein Mehrheitsaktionär oder ein Hauptaktionär mit einer grossen Minderheitsbeteiligung existiert, da jeder potentielle Übernehmer primär mit diesem Hauptaktionär über die Übernahme seiner Beteiligung verhandeln muss[2417]. Ein Haupt- oder Mehrheitsaktionär kann dem potentiellen Übernehmer durch den Verkauf seiner Beteiligung nicht nur eine sehr starke Position in der Zielgesellschaft verschaffen, sondern hat auch die Möglichkeit, den Verwaltungsrat durch die Drohung mit einer Abberufung zur Zulassung einer Due Diligence oder zum Verzicht auf den Einsatz statutarischer Abwehrmittel zu zwingen. Die Verpflichtung des Verwaltungsrates gemäss Art. 717 Abs. 2 OR, alle Aktionäre gleich zu behandeln, zwingt diesen aber dazu, sich in dieser Situation, in der die Übernahme in den Verhandlungen zwischen Hauptaktionär und Erwerber entschieden wird, für die Interessen der Minderheitsaktionäre einzusetzen[2418]. In diesen Situationen wird der Schutz der Minderheitsaktionäre bzw. die Gleichbehandlung aller Aktionäre daher zur Hauptaufgabe des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft.

Ein öffentliches Übernahmeangebot bzw. eine Kontaktnahme eines potentiellen Anbieters kommt für die Zielgesellschaft und ihre Leitungsorgane häufig überraschend und bringt für den Verwaltungsrat Fragestellungen mit sich, mit denen er sich im Normalfall nicht auseinandersetzten muss. Um den „Überraschungseffekt" und die daraus resultierende temporäre Handlungsunfähigkeit zu vermeiden, sollten kotierte Gesellschaften im Rahmen ihrer Strategieentwicklung auch Übernahmeszenarien behandeln[2419]. Dabei sollte der Verwaltungsrat folgenden Fragestellungen nachgehen:

- Wie gross ist das Potential für eine Übernahme, d.h., wie gross ist der Unterschied zwischen der Börsenkapitalisierung und dem optimalen Wert, den die Gesellschaft bei optimaler Ausnützung ihres Wertpotentials[2420] erreichen kann?

  Mit dieser Fragestellung wird primär überprüft, ob die eigene Strategie tatsächlich auf die Optimierung des Unternehmenswertes ausgerichtet ist bzw. ob zusätzliche Schritte möglich sind, um einen höheren Unternehmenswert zu erreichen. Diese Analyse ist auch der erste Schritt, um eine Abwehrstrategie bzw. -argumentation zu entwickeln, die auf dem Unternehmenswert basiert[2421].

2417 Epper (2008), S. 137; vgl. zum Übergang der Gate Keeper-Funktion vom Verwaltungsrat zum Hauptaktionär Berglöf/Burkart, Unternehmenskontrollmarkt, S. 194 f.

2418 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Tornos (E.1.1); Tschäni/Diem (2006), S. 55 ff., die diese Verpflichtung des Verwaltungsrates gerade bei Going-Private-Transaktionen, d.h. bei Übernahmen durch den Hauptaktionär selber, in den Vordergrund stellen.

2419 Vgl. Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 81 ff.

2420 Zu dieser Differenz im Einzelnen Ziff. I.1.1.2.

2421 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.5.2.1 hinten.

- Welche Argumente kann das Unternehmen gegenüber einem Übernahmeangebot vorbringen?

  Bei dieser Frage muss vor allem eine Argumentation entwickelt werden, die auf dem Wert des Unternehmens und seinem Potential basiert und den Aktionären aufzeigt, dass sie mit dem weiteren Halten der Aktien einen Wert erzielen können, der über den Angebotspreis hinausgeht[2422].

- Welche Abwehrmöglichkeiten hat die Gesellschaft?

  Der Verwaltungsrat muss wissen, welche Abwehrstrategien möglich und zulässig sind, damit er seinen Handlungsspielraum für den Fall eines Übernahmeversuchs kennt.

Berücksichtigt ein Verwaltungsrat bei der Entwicklung seiner Strategie im Sinne dieser Überlegungen auch Übernahmeszenarien, so ist es ihm möglich, im Falle eines Übernahmeangebotes bzw. einer Kontaktnahme eines Übernahmeinteressenten richtig zu reagieren und in einer derartigen Situation gegenüber Publikum und Aktionären überzeugend aufzutreten. Insbesondere kann der Verwaltungsrat durch den Einbezug von Übernahmeszenarien in seine Strategieentwicklung auch sicherstellen, dass die normale Unternehmensstrategie und die entsprechende Kommunikation mit Aktionären und Öffentlichkeit bereits insoweit auf eine mögliche Übernahme ausgerichtet sind, dass der Verwaltungsrat bei einem Angebot Argumente verwenden kann, die auf der bisherigen Strategie und Kommunikation aufbauen. Auf diese Weise kann der Verwaltungsrat verhindern, dass er sich bei einer „Abwehrargumentation" plötzlich in Widersprüche mit seinen bisherigen Aussagen verwickelt[2423].

Der Verwaltungsrat sollte sich aber nicht mit Überlegungen auf der strategischen Ebene begnügen, sondern zur Umsetzung auf praktischer Ebene ein Defense-Handbook und Checklisten entwickeln, die es ihm erlauben, bei einer Anfrage bzw. einem überraschenden Angebot schnell zu reagieren und so seine Handlungsfähigkeit auch in einer aussergewöhnlichen Situation beizubehalten.[2424]

2422 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.K.5.2.1.

2423 Der Verwaltungsrat wirkt in der Übernahmesituation nicht überzeugend, wenn er in seinen normalen Bilanzmedienkonferenzen jeweils zum Ausdruck bringt, dass das Unternehmen bereits ein Optimum erreicht hat, und er dann plötzlich bei der Publikation eines Übernahmeangebotes geltend macht, dass das Unternehmen noch ein enormes Verbesserungspotential hat, das sehr rasch realisiert werden kann und zu Kursen führt, die wesentlich über dem Angebotspreis liegen. In derartigen Situationen werden die Aktionäre die plötzliche Entdeckung des Wertpotentials anzweifeln oder sich mindestens die Frage stellen, warum es ein Übernahmeangebot braucht, damit der Verwaltungsrat Massnahmen zur Wertsteigerung einleitet.

2424 Ein Grossteil der kotierten Gesellschaften verfügt heute über derartige „Defense-Handbooks", welche Grundlagen und Vorgehen bei einem Übernahmeangebot bzw. einer diesbezüglichen Anfrage darstellen, und hat für einen derartigen Fall auch Checklisten erstellt, die das Vorgehen in den ersten Tagen nach einem entsprechenden Angriff regeln; vgl. dazu Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 81, insbesondere die in S. 353 wiedergegebenen Checklisten.

1.2 Aktien- und börsenrechtliche Regelung des Verhaltens der Zielgesellschaft

Das Verhalten der Zielgesellschaft und ihres Verwaltungsrates wird einerseits börsenrechtlich, andererseits aber auch aktienrechtlich geregelt:

- Das Börsengesetz und die darauf beruhenden Verordnungen regeln das Verhalten der Zielgesellschaft und ihres Verwaltungsrates im Angebotsverfahren. Die börsenrechtlichen Regeln kommen dementsprechend erst zur Anwendung, wenn der Anbieter ein Angebot oder eine Voranmeldung publiziert hat. Das Börsenrecht auferlegt zwar dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zahlreiche Pflichten in Bezug auf das Angebot, indem es dem Verwaltungsrat insbesondere gewisse Abwehrmassnahmen verbietet und ihn verpflichtet, bei einem Angebot eine formelle Stellungnahme abzugeben. Es gibt aber keine Antwort darauf, wie sich ein Verwaltungsrat materiell gegenüber einem Angebot zu verhalten hat, d.h., ob er es unterstützen oder ablehnen soll und ob er allfällige statutarische Abwehrmassnahmen, wie insbesondere Vinkulierungsbestimmungen, zur Anwendung bringen soll. Das Börsenrecht regelt auch nicht, wie sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei einer Kontaktnahme durch einen potentiellen Übernehmer vor der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung zu verhalten hat.

- Das Aktienrecht enthält keine Vorschriften, die sich direkt auf öffentliche Übernahmen beziehen. Es regelt aber die Pflichten des Verwaltungsrates im Allgemeinen, wobei es in Art. 717 OR das Grundprinzip festhält, dass der Verwaltungsrat die Interessen der Gesellschaft zu wahren und alle Aktionäre gleich zu behandeln hat[2425]. Diese aktienrechtlichen Prinzipien kommen immer dann zur Anwendung, wenn das Börsenrecht keine spezifischen Verhaltensregeln für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vorsieht[2426]. Aus diesen Grundsätzen lässt sich letztlich auch ableiten, nach welchen Prinzipien ein Verwaltungsrat bezüglich des Angebotes in materieller Hinsicht zu entscheiden hat, d.h., ob er ein Übernahmeangebot fördern oder ablehnen soll und ob er gegebenenfalls Abwehrmassnahmen ergreifen kann[2427].

2. Der Entscheid des Verwaltungsrates über ein Angebot

In seiner Funktion als „Gatekeeper“ muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft darüber entscheiden, ob er ein Angebot fördern oder verhindern will. Diese Situation ergibt sich nicht nur dann, wenn ein öffentliches Angebot be-

---

2425 Anstelle vieler Böckli (2004), S. 1627; Forstmoser/Meyer-Hayoz/Nobel (1996), S. 296 f.; spezifisch zum Gesellschaftsinteresse Lambert (1992), S. 37 und S. 41 ff. mit Darstellung der verschiedenen Lehrmeinungen zur Konkretisierung des Gesellschaftsinteresses.

2426 Böckli (2004), S. 734; vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 56 ff.

2427 Romerio/Gerhard (2007), S. 2.

reits publiziert ist. Der Verwaltungsrat steht bereits bei der ersten Kontaktnahme durch einen potentiellen Anbieter, der ein Gespräch über eine mögliche Übernahme führen will oder um die Durchführung einer Due Diligence bittet[2428], vor dieser Entscheidung, da in diesem Zeitpunkt meist schon die entscheidenden Weichen bezüglich einer späteren Übernahme gestellt werden.

2.1 Der Grundsatzentscheid über die Selbständigkeit des Unternehmens als unübertragbare und unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates

Der Entscheid über Verhinderung oder Förderung eines öffentlichen Angebotes ist Teil der unentziehbaren und unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates im Sinne von Art. 716a OR, da die Frage, ob ein Unternehmen seine Ziele in wirtschaftlicher Selbständigkeit weiterverfolgen oder sich im Rahmen einer Übernahme bei einer anderen Gesellschaft eingliedern soll, eine Kernfrage der Unternehmensstrategie ist[2429]. Daher ist eine Delegation dieses Entscheides an einen Ausschuss des Verwaltungsrates oder an die Geschäftsleitung unzulässig. Ebenso unzulässig – aber in der Praxis doch recht häufig – ist es, wenn der Präsident oder ein Ausschuss des Verwaltungsrates durch die Einleitung von Verhandlungen oder die Gewährung einer Due Diligence die Entscheide des Verwaltungsrates bezüglich einer möglichen Übernahme so stark präjudizieren, dass dieser bezüglich seines Grundsatzentscheides gar keine Entscheidungsfreiheit mehr hat[2430]. Der Umstand, dass der Grundsatzentscheid über Förderung oder Verhinderung eines Angebotes zu den unentziehbaren und unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates gehört, hindert den Verwaltungsrat aber nicht daran, für Informationsbeschaffung und Entscheidvorbereitung sowie für die formelle Ausarbeitung seiner Stellungnahmen Mitglieder der Geschäftsleitung sowie andere im Unternehmen tätige Spezialisten beizuziehen und auch Dritte zu konsultieren. Der Verwaltungsrat kann auch allfällige Verhandlungen mit potentiellen Anbietern an eine Delegation des Verwaltungsrates oder an Mitglieder der Geschäftsleitung bzw. Dritte delegieren, muss aber im Sinne der strategischen Grundentscheidung die Verhandlungsziele selber definieren.

Damit der Verwaltungsrat in der Angebots- und Übernahmesituation schnell handlungsfähig ist und seiner Führungsfunktion nachkommen kann, empfiehlt es sich, den Führungsrhythmus des Verwaltungsrates in der Übernahmesituation auf schnelle Kommunikation und Entscheide einzurichten. In diesem Sinne ist es sachgerecht, regelmässig Telefonkonferenzen durchzuführen, in denen die Lage analysiert wird und Beschlüsse gefasst werden[2431]. Um einen derartigen schnellen Führungsrhythmus sicherzustellen, sollte auch frühzeitig festgelegt werden, welche Personen bei einem Übernahmeszenario an der

---

2428 Vgl. zu den Möglichkeiten einer Kontaktnahme Tschäni/Diem (2006), S. 56.

2429 Tschäni/Diem (2005), S. 71; Gysi (2007), S. 8; Schenker (2008), S. 137 f.

2430 Vgl. Tschäni/Diem (2005), S. 71 f.; Gerhard (2006), S. 219; Schenker (2008), S. 138.

2431 Vgl. Böckli (2004), S. 1593, der die Notwendigkeit schneller Beschlüsse betont; Tschäni/Diem (2005), S. 72

Vorbereitung der Entscheidungsprozesse und der Informationsbeschaffung mitarbeiten[2432].

2.2 Das Unternehmensinteresse als Richtschnur für den Entscheid des Verwaltungsrates

Nach der schweizerischen Konzeption der Aktiengesellschaft ist der Verwaltungsrat Organ der Gesellschaft und nicht ein Vertreter der Aktionäre[2433]. Gemäss Art. 717 Abs. 1 OR ist es deshalb auch die zentrale Pflicht des Verwaltungsrates, die Interessen des Unternehmens zu wahren[2434]. Dies bedeutet, dass sich der Verwaltungsrat für die Erhaltung der Existenz des Unternehmens und für dessen mittel- und langfristige Wertsteigerung einsetzen muss, indem er Strategien entwickelt und umsetzt, die zur Erhöhung des nachhaltigen Ertrages und des Unternehmenswertes führen[2435]. Die Steigerung des Unternehmenswertes liegt primär im Interesse der Aktionäre, bei der Umsetzung der entsprechenden Strategien und der Führung des Unternehmens kann der Verwaltungsrat aber auch die berechtigten Interessen der übrigen Stakeholder[2436], wie insbesondere der Arbeitnehmer, der Lieferanten und der Abnehmer, sowie – mindestens bei einer entsprechenden Grösse des Unternehmens – auch übergreifende Interessen der Region und des Landes in Betracht ziehen[2437].

Diese grundlegende Pflicht des Verwaltungsrates, die Interessen der Gesellschaft zum Wohl aller Stakeholder zu wahren, stellt eine Richtschnur für die gesamte Tätigkeit des Verwaltungsrates dar und muss auch Grundlage für sei-

---

2432 Viele kotierte Unternehmen haben zu diesem Zweck „Defense Handbooks" erstellt, in denen sie das Vorgehen bei allfälligen Angeboten festhalten, um sicherzustellen, dass das Unternehmen zeitgerecht reagieren kann; vgl. Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 81 ff. insbesondere S. 112 ff.; Tschäni/Diem (2008), S. 101 ff. mit detaillierter Darstellung des Inhalts.

2433 Böckli (2004), S. 721, 734, 1648 f.; Tschäni/Diem (2005), S. 74; Bahar (2004), S. 99 f.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1198; Bohrer (2005b), S. 309 f.

2434 Anstelle vieler, Böckli (2004), S. 1627; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), S. 296 f.; Lambert (1992), S. 37 und S. 41 ff. mit Darstellung der verschiedenen Lehrmeinungen und der Rechtssprechung zum Gesellschaftsinteresse.

2435 Vgl. Watter (1990), S. 5; Watter/Spiellmann (2006), S. 105 ff.; Ruffner (2000), S. 167 ff.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1198; Forstmoser (2005), S. 230; Brechbühl/Hurni (2005), S. 1552; Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2.1).

2436 Vgl. zu den Interessen der weiteren Stakeholder und insbesondere der Arbeitnehmer, von der Crone/Beyeler/Dédeyan (2003), S. 452 ff.

2437 Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), S. 35; vgl. BGE 53 II 231; BGE 72 II 306; 100 II 384; Ruffner (2000), S. 167 f.; vgl. Homburger ZK N. 997 zu Art. 717 OR f. Watter (1990), S. 5 ff., betont die Interessen der Aktionäre stark und stellt Interessen anderer Stakeholder in den Hintergrund; dementsprechend sieht er das Ziel des Verwaltungsrates auch zum grossen Teil in der direkten Steigerung des Aktienkurses. Watter/Spiellmann (2006), S. 105 ff. relativieren diese Sicht allerdings, da sie davon ausgehen, dass bei langfristiger Betrachtung die Stabilität der Beziehung zu anderen Stakeholdern für das Unternehmen und seine Aktionäre positiv ist, da auf diese Weise die Position des Unternehmens stabilisiert wird. Lambert (1992), S. 65 f.; Romerio/Gerhard (2007), S. 2; Böckli (2004), § 7 N. 221, § 13 N. 665 f.; Bohrer (2005a), S. 310; Tschäni/Diem (2005), S. 74; vgl. dagegen Kuy (1989), S. 48, der die Berücksichtigung von Interessen ausserhalb der Zielgesellschaft selbst ablehnt, sowie Glatthaar (2007), S. 89 ff., der allein das Interesse der Aktionäre an einem möglichst hohen Verkaufspreis in Betracht zieht.

ne Reaktion bei einem Übernahmeangebot sein[2438]. Dementsprechend hat der Verwaltungsrat einen Übernahmeversuch primär aus dem Blickwinkel der Unternehmensinteressen zu betrachten[2439] und nicht nur aus dem Blickwinkel der Aktionäre, die an einem möglichst hohen Verkaufspreis ihrer Aktien interessiert sind[2440]. Falls es das Unternehmensinteresse sowie die Beachtung der Interessen der übrigen Stakeholders verlangt, kann sich der Verwaltungsrat daher auch dann gegen eine Übernahme wenden, wenn eine Übernahme für die Aktionäre zu einem Gewinn führen würde[2441]. Wie hinten in Ziff. III.K.2.4.2 dargestellt, kommt es allerdings dann zu einem Paradigmenwechsel, wenn der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft sich entscheidet, die Selbständigkeit der Gesellschaft aufzugeben und den Aktionären die Annahme eines Angebotes zu empfehlen; in diesem Fall muss er dafür sorgen, dass die Aktionäre beim Ausstieg aus der Gesellschaft den höchstmöglichen Preis erhalten[2442].

Die vorne dargestellte rechtliche Konzeption des Verwaltungsrates als Gesellschaftsorgan, das keine direkte Verpflichtung hat, für hohe Kurse bzw. attraktive Übernahmeangebote zu sorgen, steht natürlich in einem gewissen Widerspruch zur wirtschaftlichen Realität. Die Aktionäre einer Gesellschaft erwarten vom Verwaltungsrat, dass er nicht nur indirekt durch die Umsetzung positiver Strategien den Wert ihrer Aktien steigert, sondern dass er in einem Übernahmefall auch Schritte unternimmt, um den Aktienkurs zu steigern bzw. einen hohen Übernahmepreis zu ermöglichen. und nicht die Unabhängigkeit des Unternehmens in den Vordergrund stellt[2443]. Verhält sich ein Verwaltungsrat anders und erfüllt damit nicht die Erwartungen der Aktionäre, kann dies – unabhängig von der oben dargestellten Rechtslage – an der nächsten Generalversammlung zu entsprechenden Konsequenzen führen: Der Verwaltungsrat wird allenfalls von Aktionären, die von ihm in Bezug auf eine Übernahme eine aktivere Haltung erwarten, abgewählt[2444].

2438 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2.1); Margiotta (2007), S. 255; Tschäni (2003a), S. 411; Tschäni/Diem (2006), S. 56; vgl. Frauenfelder (2001), S. 153; Werlen (2001), S. 111; Homburger ZK N. 989 zu Art. 717 OR.

2439 Zobl (1997), S. 68; Krneta, Praxiskommentar, S. 298, RZ 1581 ff.; Bühler (2003), S. 19; vgl. Empfehlung der UEK vom 29.12.2006, i.S. Bank Linth (E. 1.2.1.3); Empfehlung der UEK vom 8.1.2007, i.S. Serono (E. 6.1.1.)

2440 Romerio/Gerhard (2007), S. 2; Epper (2008), S. 23 ff.

2441 Bohrer (2005b), S. 355 f.

2442 Vgl. Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2.1), wo die UEK festhält, dass die Wertmaximierung zugunsten der Aktionäre aus übernahmerechtlicher Sicht positiv und die Durchführung einer Auktion zu diesem Zweck legitim ist.

2443 Homburger ZK N. 993 zu Art. 717 OR; vgl. zu diesen Tendenzen im Aktionariat Superina (2008), S. 252 f.

2444 Tschäni/Diem (2006), S. 73: Zu einer derartigen Situation kam es bei der SIG anlässlich der Generalversammlung vom 30. März 2006. Nachdem der Verwaltungsrat der SIG ein informelles Übernahmeangebot abgelehnt hatte, verlangten transaktionsorientierte Aktionäre die Abwahl des Verwaltungsrates; sie wollten die bisherigen Mitglieder des Verwaltungsrates durch Personen ersetzen, die einer Übernahme positiv gegenüberstanden. Gerhard (2006), S. 219.

2.3 Keine Auktionspflicht des Verwaltungsrates

In der Praxis stellt sich gerade wegen des Wunsches der Aktionäre nach einem schnellen Verkauf zu hohen Kursen die Frage, ob der Verwaltungsrat einer Gesellschaft eine Auktionspflicht hat, wenn er die Möglichkeit öffentlicher Angebote sieht bzw. wenn bereits ein erstes Angebot vorliegt. Diese Frage ist zu verneinen: Die Einleitung und Organisation einer Auktion geht über den Pflichtenbereich des Verwaltungsrates hinaus, da der Verwaltungsrat – wie vorne dargestellt – den Interessen des Unternehmens verpflichtet ist und dessen Wert durch Entwicklung und Umsetzung der optimalen Unternehmensstrategien fördern muss, aber nicht dafür sorgen muss, dass die Aktionäre ihre Aktien zu möglichst hohen Kursen verkaufen können[2445]. Daher trifft den Verwaltungsrat weder in einer Situation, in der sich die Möglichkeit eines günstigen Verkaufs abzeichnet, noch beim Vorliegen eines konkreten Angebotes eine Auktionspflicht[2446]. Wie in Ziff. III.K.2.4.2 dargestellt, hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber die Pflicht, Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern zuzulassen und höhere Angebote zu fördern, wenn er sich einmal entschlossen hat, die Eigenständigkeit des Unternehmens aufzugeben und den Aktionären den Verkauf ihrer Aktien an einen Anbieter zu empfehlen.

Auch wenn der Verwaltungsrat keine rechtliche Pflicht zur Einleitung einer Auktion hat, kann er dennoch selbst die Initiative ergreifen und eine Auktion durchführen, um für die Aktionäre einen möglichst hohen Übernahmepreis zu erzielen[2447]. In der Praxis wird vor allem ein Verwaltungsrat, der grossen Aktionären nahesteht oder aufgrund von Optionen bzw. Beteiligungen selbst einen starken finanziellen Anreiz hat, um den Aktienkurs zu steigern, ein derartiges Vorgehen wählen[2448]. Auch die Aktionäre selbst können eine Auktion organisieren, um ihre Aktien zu einem möglichst hohen Preis zu verkaufen; tatsächlich führen Hauptaktionäre, die sich entschlossen haben, ihre Beteiligung zu verkaufen, häufig bezüglich ihrer Beteiligung eine Auktion durch, was über die Pflicht des Käufers zum öffentlichen Angebot gemäss Art. 32 BEHG in wirtschaftlicher Betrachtung letztlich zu einer Auktion für das gesamte Unternehmen führt[2449].

2445 Böckli (2004), S. 721, 1648 f.; Tschäni/Diem (2006), S. 74.

2446 Böckli (2004), S. 712; Watter/Maizar (2005), S. 25; Tschäni/Diem (2006), S. 73 f.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1198; zum Teil a.M. Werlen (2001), S. 259 f.; Romerio/Gerhard (2007), S. 5; Bohrer (2005b), S. 355 f.; Margiotta (2007), S. 256.

2447 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2.1), wo die UEK die Durchführung einer Auktion als „legitim" bezeichnete. Gerhard (2006), S. 216 f. Zum Auktionsverfahren im Allgemeinen Kurer (2001), S. 160 ff.

2448 Ein Beispiel einer derartigen – im Resultat aber ergebnislosen – Auktion zeigte Forbo im Jahr 2004/5: Der Verwaltungsrat lud verschiedene potentielle Anbieter zu Angeboten ein und führte für alle potentiellen Anbieter ein standardisiertes Due-Diligence-Verfahren durch.

2449 Derartige Auktionen wurden beispielsweise 2003 von B. Curti bezüglich seiner Mehrheitsbeteiligung an der Bon Appétit Group und 2005/6 von der Familie Bertarelli bezüglich ihrer Mehrheitsbeteiligung an der Serono AG durchgeführt. Beide Auktionen führten nach dem Verkauf der betreffenden Beteiligung zu einem öffentlichen Angebot für sämtliche Aktien.

Entscheidet sich der Verwaltungsrat, eine Auktion durchzuführen, um ein möglichst hohes Angebot für alle Aktionäre zu erhalten, so kann er den potentiellen Anbietern eine Due Diligence erlauben[2450]. Führt der Hauptaktionär dagegen eine Auktion für seine Beteiligung durch, so würde der Verwaltungsrat seine Pflicht zur Gleichbehandlung aller Aktionäre verletzen, wenn er den potentiellen Erwerbern eine Due Diligence ermöglichen würde, da er mit der Zulassung einer Due Diligence die Ressourcen des Unternehmens benutzen würde, um einseitig die finanziellen Interessen eines einzigen Aktionärs zu fördern. Der Verwaltungsrat darf daher eine derartige Due Diligence nur zulassen, wenn er für die Gleichbehandlung der Aktionäre sorgen kann, d.h. die Gleichbehandlung aller Aktionäre bezüglich des Kaufs von Aktien gegenüber dem Hauptaktionär und den potentiellen Anbietern zur Vorbedingung für die Gewährung einer Due Diligence macht.

2.4 Die konkrete Entscheidungssituation des Verwaltungsrates

Wird der Verwaltungsrat mit einem Übernahmeangebot in irgendeiner Form konfrontiert, weil ein Anbieter Verhandlungen über eine mögliche Übernahme anstrebt, die Gewährung einer Due Diligence fordert oder direkt ein Angebot ankündigt[2451], so muss sich der Verwaltungsrat in Anbetracht der strategischen Bedeutung einer Übernahme für das Unternehmen sorgfältig mit dem Angebot auseinandersetzen[2452]. Der Verwaltungsrat muss sich bei einem Übernahmeversuch bzw. einer informellen Anfrage eines potentiellen Übernahmeinteressenten zunächst die Frage stellen, ob die Zielgesellschaft allein lebensfähig ist und ob sie eine Strategie hat, welche zu einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes führt. und auch über die Mittel zur Umsetzung dieser Strategie verfügt[2453]. Kommt er zum Schluss, dass das Unternehmen diese Voraussetzungen nicht erfüllt, so ist er zur Wahrung der Interessen des Unternehmens verpflichtet, auf das Angebot einzugehen, und muss dieses auch fördern, da sich das Unternehmen offensichtlich in einer existenziellen Krise befindet, aus der es sich selber nicht befreien kann, und es deshalb auf die Unterstützung eines Übernehmers angewiesen ist.

Kommt der Verwaltungsrat bei der Analyse des eigenen Unternehmens dagegen zum Schluss, dass im Interesse des Unternehmens eine Übernahme nicht notwendig ist, da die vom Verwaltungsrat festgelegte Strategie nicht nur zu einer nachhaltigen Wertsteigerung des Unternehmens führt, sondern auch von der Gesellschaft mit ihren eigenen Ressourcen umgesetzt werden kann, spricht das Unternehmensinteresse nicht zwingend für eine Übernahme. Der Verwaltungsrat kann in dieser Situation vielmehr die Interessen des Unternehmens und seiner Stakeholder, die für bzw. gegen eine Übernahme sprechen, abwägen und nach dem Resultat dieser Abwägung entscheiden, ob er das Angebot

---

2450 Gerhard (2006), S. 216 f. Vgl. im Einzelnen dazu Ziff. III.K.7.2.

2451 Vgl. zu dieser Situation Tschäni/Diem (2006), S. 56.

2452 Vgl. Gerhard (2006), S. 219.

2453 Vgl. Homburger ZK N. 992 zu Art. 717 OR.

unterstützen will oder nicht[2454]. Nach der vorne dargestellten Konzeption des schweizerischen Aktienrechtes ist der Verwaltungsrat bei dieser Interessenabwägung nicht allein den Interessen der Aktionäre an einem möglichst schnellen Verkauf ihrer Aktien zu hohen Kursen verpflichtet[2455]. Daher kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft neben dem Interesse der Aktionäre an einem hohen Angebot auch das Interesse der Arbeitnehmer am Weiterbestand ihrer Arbeitsplätze sowie – mindestens bei einer entsprechenden Grösse des Unternehmens – regionale und landesweite volkswirtschaftliche Interessen berücksichtigen[2456]. Die Unabhängigkeit einer Publikumsgesellschaft ist grundsätzlich aber kein Selbstzweck, sondern ist nur dann sinnvoll, wenn sie für alle Beteiligten zu einem optimalen ökonomischen Resultat führt; soweit der Wille zur Selbständigkeit aber in den Statuten der Gesellschaft durch entsprechende Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungsklauseln zum Ausdruck kommt, kann der Verwaltungsrat in seiner Interessenabwägung auch diesen Willen zur Unabhängigkeit in Betracht ziehen[2457].

Die Vorgaben des Aktienrechtes, d.h. die Fixierung des Verwaltungsrates auf das Unternehmensinteresse und die Möglichkeit, die Interessen weiterer Stakeholder neben den Aktionären zu berücksichtigen, kontrastieren allerdings stark mit den Ansprüchen, welche die Aktionäre an den Verwaltungsrat in der wirtschaftlichen Realität stellen. Wenn die Aktionäre selbst über ein Angebot entscheiden können, weil der Anbieter dieses ohne Mitwirkung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft publiziert hat und der Verwaltungsrat das Angebot mangels einer statutarischen Vinkulierung oder Stimmrechtsbeschränkung auch nicht beeinflussen kann, so entscheiden die Aktionäre allein nach dem Preis des Angebotes: Ein Angebot wird angenommen, wenn der Angebotspreis nach der Publikation des Angebotes nicht klar vom Börsenkurs übertroffen wird. Wenn mehrere Angebote vorhanden sind, so werden die Aktionäre immer das Angebot mit dem höheren Angebotspreis annehmen, auch wenn andere Angebote für das Unternehmen und seine Arbeitnehmer bzw. für regionale und volkswirtschaftliche Interessen besser wären[2458]. Diese auf den Preis fokussierte Optik der Aktionäre zeigt sich auch im Verhalten gegenüber dem Verwaltungsrat, der Kontaktnahmen durch Übernehmer ablehnt oder bei einem Anbieter die in den Statuten vorgesehene Abwehrbestimmungen zur Anwendung bringt. Wenn das Angebot finanziell attraktiv ist, werden die Ak-

---

2454 Tschäni/Diem (2006), S. 76; Bahar (2004), S. 153; Krneta, Praxiskommentar, S. 298, RZ 1581 ff.; Werlen (2001), S. 111 ff.; Bühler (2003), S. 19; Brechbühl/Hurni (2005), S. 1553, welche den Ermessungsspielraum des Verwaltungsrates in der Feststellung und Umsetzung des Unternehmensinteresses betonen.

2455 Forstmorser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), S. 297; Nobel (2004b), S. 845 ff.; a.M. Watter, BSK, N. 16 u. 37 zu Art. 717 OR, der allein auf den Shareholder Value, d.h. auf die Aktionärsinteressen fokussiert. Vgl. zur Diskussion dieser unterschiedlichen Auffassung Frauenfelder (2001), S. 57 ff.; Bohrer (2005a), S. 355 f.

2456 Tschäni/Diem (2006), S. 56 f. Zobl (1997), S. 68; Werlen (2001), S. 112; vgl. Bahar (2004), S. 101 ff.

2457 Vgl. Watter (1990), S. 334, der allerdings darauf hinweist, dass sich die Ansicht des Aktionariates wandeln kann; erfahrungsgemäss ist diese bei einer Übernahmesituation einem starken Wandel unterworfen: Die bisherigen Aktionäre werden durch transaktionsorientierte Hedge-Fonds oder ähnliche Aktionäre ersetzt werden, die aktiv auf eine Übernahme hinarbeiten.

2458 Zur rein finanziellen Orientierung der Aktionäre Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 117; Gerhard (2006), S. 216.

tionäre in einem derartigen Fall massiven Druck auf den Verwaltungsrat ausüben, um den Verkauf zu einem hohem Preis zu ermöglichen, selbst wenn der Verwaltungsrat gute Gründe hat, die Übernahme wegen entgegenstehender Interessen des Unternehmens und seiner übrigen Stakeholder abzulehnen[2459]. Da die Aktionäre nicht nur selber durch Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes über den Erfolg eines Übernahmeversuches entscheiden, sondern auch die Möglichkeit haben, den bestehenden Verwaltungsrat abzuwählen, stehen in der Praxis die finanziellen Interessen der Aktionäre trotz der oben dargestellten Abwägung aller Interessen bei einer Übernahmesituation klar im Vordergrund. Daher wird in der Realität jede Diskussion über eine mögliche Übernahme – sobald sie vor den Aktionären ausgetragen wird – zur Diskussion über den Wert des Unternehmens. Die entsprechende Argumentation konzentriert sich auf die Frage, ob das Angebot den Wert des Unternehmens widerspiegelt oder ob dessen Wertpotential allenfalls höher ist, sodass die selbständige Weiterführung des Unternehmens tatsächlich eine Alternative zum Übernahmeangebot darstellt. Zu dieser primär am Aktienpreis orientierten Diskussion kommt es auch, wenn eine Gesellschaft anfänglich über „treue" oder am Unternehmensinteresse orientierte Anleger verfügt, da sich das Aktionariat in einer Übernahmesituation stark ändert. Sobald das Interesse eines Anbieters an einer Gesellschaft bekannt wird oder nur schon starke Gerüchte auftreten, werden transaktionsorientierte Hedge-Fonds und andere Anleger, welche die Möglichkeit spekulativer Gewinne bei Übernahmetransaktionen suchen, die Mehrheit der Aktien erwerben und dann auch auf den Verwaltungsrat einwirken, um einen Verkauf zu einem möglichst hohen Preis zu erreichen[2460].

2.4.1 Ablehnung eines Angebotes

Wenn der Verwaltungsrat im Rahmen der vorne dargestellten Interessenabwägung zum Schluss kommt, dass eine Übernahme für das Unternehmen negativ ist, so kann er sich einem Übernahmeangebot widersetzen. Er kann sich insbesondere weigern, einen potentiellen Anbieter zu einer Due Diligence[2461] zuzulassen oder mit ihm eine Transaktionsvereinbarung abzuschliessen, und kann auch die in den Statuten vorgesehenen Abwehrmassnahmen, wie insbesondere Vinkulierungsbestimmungen und Stimmrechtsbeschränkungen, zum Einsatz bringen.

2459 Da die Aktionäre in der Generalversammlung den Verwaltungsrat wählen, haben sie auch die Möglichkeit durch die Abwahl von „übernahmefeindlichen" Verwaltungsratsmitgliedern auf die Entscheidung des Verwaltungsrates indirekt Einfluss zu nehmen. Zu einer derartigen Situation kam es bei der SIG anlässlich der Generalversammlung vom 30. März 2006. Nachdem der Verwaltungsrat der SIG ein informelles Übernahmeangebot abgelehnt hatte, verlangten transaktionsorientierte Aktionäre die Abwahl des Verwaltungsrates; sie wollten die Mitglieder des Verwaltungsrates durch Personen ersetzen, die einer Übernahme positiv gegenüber standen; Gerhard (2006), S. 219.

2460 Vgl. die Situation bei Leica, bei der sich das Aktionariat im Jahr 2005 nach dem ersten Übernahmeangebot von Hexagon radikal änderte und die Gesellschaft zwei Monate nach diesem Angebot zu über zwei Dritteln von Hedge-Fonds beherrscht wurde; eine ähnliche Bewegung gab es bei SIG im Herbst 2006.

2461 Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003, i.S. EIC.

Der Entscheid des Verwaltungsrates gegen eine Übernahme verunmöglicht es weder dem Anbieter, ein Übernahmeangebot zu lancieren, noch den Aktionären, ihre Aktien zu verkaufen. Letztlich entscheidet nicht der Verwaltungsrat, sondern allein die Aktionäre der Zielgesellschaft durch die individuelle Annahme des Angebotes über dessen Erfolg. Bringt der Verwaltungsrat in einer derartigen Situation die statutarischen Abwehrmöglichkeiten, wie insbesondere Vinkulierungsbestimmungen und Stimmrechtsbeschränkungen, zum Einsatz, verhindert dies ein Angebot bzw. eine Übernahme ebenfalls nicht. Der Anbieter kann in einem derartigen Fall sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft die entsprechenden Statutenbestimmungen aufhebt[2462], was dazu führt, dass letztlich auch in diesem Punkt die Aktionäre und nicht der Verwaltungsrat über den Erfolg eines Angebotes entscheiden. Ist das Angebot attraktiv, weil der Angebotspreis deutlich über dem vorhergehenden Börsenkurs liegt, so haben die Aktionäre auch tatsächlich einen starken Anreiz, die vom Anbieter geforderten Beschlüsse zu fassen, sodass sich der Anbieter gegenüber der ablehnenden Haltung des Verwaltungsrates durchsetzen kann[2463].

Wenn es zur öffentlichen Auseinandersetzung zwischen Verwaltungsrat und Anbieter über ein Angebot kommt und der Verwaltungsrat die eigenen Aktionäre davon überzeugen muss, dass die Selbständigkeit des Unternehmens besser ist als die Annahme eines Angebotes, hat der Verwaltungsrat in der Praxis aufgrund der vorne dargestellten finanziellen Orientierung der Aktionäre nur dann eine Chance, die Aktionäre von seiner Position zu überzeugen, wenn er nachweisen kann, dass die Realisierung der vom Verwaltungsrat selbst beschlossenen Strategie zu höheren Werten führt als das Übernahmeangebot[2464]. Präsentiert der Verwaltungsrat im Rahmen seiner Argumentation allerdings nur die bisher verfolgte Strategie, so ist es bei einem Angebotspreis, der deutlich über dem bisherigen Börsenkurs liegt, schwierig, die Aktionäre von einem höheren Wert zu überzeugen, da die Umsetzung der eigenen Strategie bisher nur zu Börsenkursen geführt hat, die unter dem Angebotspreis des Anbieters lagen[2465]. Dementsprechend empfiehlt es sich in einer derartigen Situation, dass der Verwaltungsrat Strategien präsentiert, die zu einer schnelleren Realisierung des Wertpotentials führen, indem er z.B. die Geschäftstätigkeit stärker fokussiert, Devestitionen vorsieht oder Kapital an die Aktionäre zurückführt und in seinen Aussagen über die Bewertung der Gesellschaft auch neue As-

---

2462 Vgl. zu dieser Bedingung Ziff. III.D.6.1.2.3 vorne. Eine derartige Bedingung führt allerdings nicht automatisch zur Einberufung einer Generalversammlung, da weder Börsen- noch Aktienrecht den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dazu zwingen, in einer derartigen Situation eine Generalversammlung einzuberufen. Der Anbieter kann aber aufgrund von Art. 699 Abs. 3 OR die Einberufung einer Generalversammlung verlangen, wenn er 10% der Aktien besitzt, oder er kann – falls er selber nicht über eine genügende Anzahl von Aktien der Zielgesellschaft verfügt – weitere Aktionäre motivieren, sodass genügend Aktien zusammenkommen, um die Einberufung einer Generalversammlung zu verlangen.

2463 Watter (1990), S. 339 f.

2464 Watter (1990), S. 334; vgl. zu dieser Argumentation Harris (2005), S. 194 ff.

2465 Nach der Efficient Market Theory (Ziff. I.1.1) bewertet der Markt auch die öffentlich bekannte Strategie, sodass diese bzw. das mit ihr verbundene Wertpotential im Kurs der Aktien abgebildet ist.

pekte, wie z.B. den Break-up Value, in die Diskussion einbringt[2466]. Der Verwaltungsrat sollte bei dieser Argumentation allerdings immer darauf achten, dass er sich nicht zu stark von der bisher kommunizierten Strategie entfernt oder dieser sogar widerspricht, da er sonst unglaubwürdig wird bzw. mindestens die Frage provoziert, weshalb ein Übernahmeangebot notwendig ist, um Wertsteigerungsmassnahmen herbeizuführen. Die vom Verwaltungsrat im Rahmen der Abwehrstrategie dargestellten Wertsteigerungsmassnahmen sollten daher immer auf der Linie der bisherigen Strategie liegen, wobei sie allerdings gegenüber dem bisherigen Vorgehen eine beschleunigte Realisierung des Wertpotentials vorsehen können.

Während sich die Argumentation des Verwaltungsrates bei einem Barangebot auf das Verhältnis zwischen dem Wert der Zielgesellschaft und dem Angebotspreis konzentriert, ergibt sich bei Tauschangeboten ein breiteres Feld der Argumentation. Bei einem derartigen Angebot kann der Verwaltungsrat auch den Wert der zum Tausch angebotenen Effekten in Frage stellen und – soweit bei einem Tauschangebot Aktien des Anbieters selbst angeboten werden – darstellen, dass der Zusammenschluss mangels Synergien beim Anbieter zu Kursverlusten führt, was die Attraktivität des Angebotes reduziert[2467].

Die Frage, welche Absichten der Anbieter nach der Übernahme bezüglich der Zielgesellschaft bzw. ihrer weiteren Entwicklung hat, ist für die Leitungsorgane der Zielgesellschaft von zentralem Interesse und für die Stakeholder, die nicht Aktionäre sind, wie insbesondere die Arbeitnehmer der Zielgesellschaft, auch wesentlich wichtiger als der Angebotspreis. Dennoch hat dieser Aspekt in der Argumentation des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gegenüber den Aktionären kaum eine Bedeutung; die Aktionäre entscheiden, mindestens bei Barangeboten, rein nach der Höhe des Angebotspreises bzw. dem Vergleich zwischen Unternehmenswert und Angebotspreis. Die weitere Entwicklung des Unternehmens nach Vollzug des Angebotes ist dagegen für sie irrelevant, da sie nach der Abwicklung des Angebotes nicht mehr an der Zielgesellschaft beteiligt sind.[2468] Die Frage, ob die Übernahme wirtschaftlich sinnvoll ist und wel-

---

2466 Vgl. Harris (2005), S. 194 ff.; vgl. die Aussagen der Leitungsorgane von Leica Geosystems im Sommer 2005 über die „richtige Bewertung" des Unternehmens oder die Aussagen der Sulzer AG im Jahr 2000, wo der Verwaltungsrat den Spin-off der Medizinaltechniksparte vorsah, um so Mehrwert für die Aktionäre zu schaffen.

2467 Vgl. Harris (2005), S. 194 ff.; vgl. beispielsweise die Stellungnahme des Verwaltungsrates der Converium vom 12. April 2007 gegenüber dem Tauschangebot von Scor: Der Verwaltungsrat von Converium machte geltend, dass der Zusammenschluss von Converium und Scor nicht nur keinerlei Synergien erzeugen, sondern auch zu Verlusten von Kunden und Mitarbeitern führen würde, was den Wert der zum Tausch angebotenen Aktien vermindern würde. Die Aussagen des Verwaltungsrates der Converium wurden im Übrigen durch die Kursentwicklung der Scor nach Vollzug des Angebotes bestätigt: Der Kurs ging im Laufe der nächsten neun Monate sehr stark zurück.

2468 Harris (2005), S. 199; Glatthaar (2007), S. 39. Die Aktionäre der Gesellschaft sind vor allem auch deshalb auf die finanziellen Aspekte der Transaktion ausgerichtet, weil sich das Aktionariat der Zielgesellschaft, wie vorne in Ziff. I.1.3 dargestellt, während des Übernahmeverfahrens ändert und typischerweise immer stärker von transaktionsorientierten Hedge-Fonds bzw. ähnlichen Investoren bestimmt wird, deren Investmentziel allein in einer Übernahme zu einem möglichst hohen Preis liegt. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz bilden höchstens Aktionäre, die gleichzeitig Arbeitnehmer sind oder als Geschäftspartner der Zielgesellschaft ein strategisches Interesse an deren Selbständigkeit haben.

che Strategie der Anbieter nach der Übernahme verfolgt, kann für die Aktionäre der Zielgesellschaft nur dann wesentlich sein, wenn der Anbieter ein Tauschangebot macht und der Wert der Zielgesellschaft nach Übernahme ein wesentliches Element für die Bewertung der übernommenen Gesellschaft darstellt[2469]. Selbst bei Tauschangeboten ist allerdings die Bedeutung dieser Argumente beschränkt, wenn die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit haben, den Gewinn aus der Annahme des Angebotes durch einen sofortigen Verkauf der zum Tausch angebotenen Titel zu sichern[2470]. Trotz dieser Fokussierung der Aktionäre auf Preis- bzw. Wertargumente nehmen aber in der Praxis die Fragen um die zukünftige Strategie und vor allem die Frage nach dem wirtschaftlichen Sinn eines Zusammenschlusses auch bei Barangeboten einen breiten Platz in der Argumentation der Zielgesellschaft ein[2471]. Die Überbetonung dieser für die Aktionäre wenig relevanten Argumentation zeigt, dass die Verwaltungsräte von Zielgesellschaften die Bedürfnisse ihrer Aktionäre häufig zu wenig nüchtern einschätzen bzw. dass sie durch ihre Argumentation bei einer breiteren Öffentlichkeit und den Medien Unterstützung suchen, was zwar zu kurzfristigen PR-Erfolgen führt, normalerweise aber keinen Einfluss auf den Erfolg eines finanziell attraktiven Angebotes hat.

2.4.2 Zustimmung zum Angebot

Kommt der Verwaltungsrat bei seinen Überlegungen zum Schluss, dass eine Übernahme im Interesse der Gesellschaft und ihrer Stakeholder liegt, so wird er ein Angebot unterstützen[2472].

Beschliesst der Verwaltungsrat, dem Verkauf der Gesellschaft zuzustimmen und dementsprechend ein Angebot zu unterstützen, muss er sich dafür einsetzten, dass die Aktionäre bei einer derartigen Übernahme einen möglichst hohen Preis erhalten[2473]. Diese Pflicht ergibt sich primär aus der

---

2469 Diese Situation ergibt sich dann, wenn ein Zusammenschluss zwischen zwei Unternehmen durch Aktientausch vollzogen wird und die Zielgesellschaft einen wesentlichen Teil des aus dem Zusammenschluss resultierenden Unternehmens bildet; vgl. beispielsweise den versuchten Zusammenschluss zwischen First Choice und Kuoni im Jahr 1999 sowie die Übernahme von Converium durch Scor im Rahmen eines Aktientausches im Jahre 2007.

2470 Professionelle Anleger sichern sich diese Gewinne meistens dadurch, dass sie noch vor dem Vollzug des Angebotes die zum Tausch angebotenen Titel bereits wieder im Rahmen eines Short Sale verkaufen.

2471 Vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.1.2) erwähnte Argumentation sowie auch die Aussagen, die der Verwaltungsrat der Leica Geosystems im Sommer 2005 über das Angebot von Hexagon machte; obwohl eine reine Barofferte vorlag, machte der Verwaltungsrat vor allem den mangelnden „strategischen Fit“ zwischen Leica Geosystems und Hexagon geltend. Eine ähnliche Argumentation verfolgte Sulzer bei der Abwehr der Offerte von InCentive Capital im Jahr 2000 (zit. bei Harris (2005), S. 202), wo insbesondere auch auf die negative Haltung der InCentive Capital gegenüber den Arbeitnehmern und die Gefährdung der Arbeitsplätze eingegangen wurde.

2472 Oft unterstützt der Verwaltungsrat ein Angebot aber auch nur, weil der Anbieter bereits eine sehr hohe Beteiligung erwerben konnte und das Angebot damit unabwendbar wird. Vgl. Schwert (2000), S. 2600, 2638; Kronenberg (2005), S. 92; Glatthaar (2007), S. 19.

2473 Bohrer (1997), S. 163; Epper (2008), S. 109, die davon ausgeht, dass ein zu hoher Angebotspreis dem Unternehmen langfristig schaden kann. M.E. ist diese Auffassung unrichtig. Ein derartiges Verhalten des Verwaltungsrates führt zu einem Vermögenstransfer von den bisherigen Aktionären zum Anbieter, weil dieser die Zielgesellschaft zu günstig erwerben kann, und verletzt so das Gleichbehandlungsgebot.

Pflicht des Verwaltungsrates, alle Aktionäre gleich zu behandeln[2474]: Setzt sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dafür ein, dass die Aktionäre ihre Aktien zu einem Preis verkaufen, der unter dem bei harten Verhandlungen bzw. Wettbewerbsverhältnissen zwischen mehreren Bietern erzielbaren Preis liegt, so sorgt der Verwaltungsrat letztlich dafür, dass der übernehmende Aktionär zulasten der verkaufenden Aktionäre einen Vorteil in Höhe der Differenz zwischen Angebotspreis und dem optimal erzielbaren Preis erhält. Eine derartige Vermögensverschiebung von einer Aktionärsgruppe zu einem anderen Aktionär widerspricht aber der Gleichbehandlungspflicht[2475]. Im Übrigen verstösst der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber auch gegen seine Sorgfaltspflicht, wenn er eine Empfehlung für ein Angebot abgibt, dessen Preis unter dem maximal erreichbaren Aktienpreis liegt[2476], da er den Verkauf zu einem bestimmten Preis nicht als vorteilhaft empfehlen kann, wenn er nicht alle in derartigen Situationen vernünftigen Anstrengungen unternommen hat, um einen möglichst hohen Kaufpreis zu erreichen. Dies hindert einen Verwaltungsrat allerdings nicht, sich für ein bestimmtes Angebot aus Gründen einzusetzen, die ausserhalb reiner Preis- bzw. Wertargumente liegen, z.B. weil der betreffende Anbieter eine sehr gute Lösung für die Arbeitnehmer der Gesellschaft oder für die Region bietet, in der die Gesellschaft tätig ist. Bei einer derartigen Empfehlung muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber im Sinne des Vollständigkeitsgebotes offenlegen, dass ein höherer Preis erreicht werden könnte, und auch Angaben über den seiner Ansicht nach maximal möglichen Preis machen[2477].

Im Sinne der oben dargestellten Grundsätze muss sich der Verwaltungsrat nicht nur in den Verhandlungen mit dem potentiellen Anbieter für einen möglichst hohen Preis einsetzten, sondern auch Konkurrenzangebote ermöglichen[2478]. Der Verwaltungsrat hat zwar keine aktive Auktionspflicht[2479], er darf aber das Entstehen von Wettbewerb um die Aktien der Zielgesellschaft nicht verhindern und keine Massnahmen treffen, die eine spontane Auktion unter Anbietern bzw. den Wettbewerb unter diesen verunmöglichen[2480]. Dies führt insbesondere dazu, dass der Verwaltungsrat in einer Transaktionsvereinbarung keine Bestimmungen aufnehmen darf, die

---

2474 Zur Gleichbehandlungspflicht im Allgemeinen: Böckli (2004), S. 1653 ff.; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), S. 457 ff.; Watter, BSK, N. 22 zu Art. 934; Huguenin (1994), S. 199 ff.

2475 Vgl. Huguenin (1994), S. 214 f.; Böckli (2004), S. 1656, zum Verbot, einzelnen Aktionären Vermögensvorteile zu gewähren. Verhindert der Verwaltungsrat ein höheres Angebot, indem er einem potentiellen Anbieter z.B. eine Due Diligence verweigert, so kann daher ein Aktionär, dem dadurch das höhere Angebot entgeht, gemäss Art. 754 OR eine Verantwortlichkeitsklage gegen die Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft erheben; Romerio/Gerhard (2007), S. 12.

2476 Bahar (2004), S. 153 f.

2477 Ein derartiges Vorgehen würde in Anbetracht der klaren Ausrichtung der Aktionäre auf den Preis allerdings mit grösster Wahrscheinlichkeit dazu führen, dass die Aktionäre einen höheren Preis bzw. das Angebot eines Dritten fordern würden.

2478 Böckli (2004), S. 712

2479 Böckli (2004), S. 712; Watter/Maizar (2005), S. 25; vgl. Ziff. III.K.2.3.

2480 Vgl. Böckli (2004), S. 712; Meier-Schatz (1995), S. 191 f.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1198.

Konkurrenzangebote verhindern bzw. erschweren. Überdies muss er potentiellen Konkurrenzanbietern auch dann eine Due Diligence ermöglichen, wenn diese noch keine Voranmeldung publiziert und deshalb nach börsenrechtlichen Vorschriften keinen Anspruch auf eine Due Diligence haben, aber dennoch in glaubhafter Weise ein attraktives Angebot in Aussicht stellen[2481].

Die oben dargestellten Überlegungen zur Gleichbehandlung und zum Preis gelten natürlich auch dann, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zum Schluss kommt, dass ein Widerstand gegen ein Übernahmeangebot unmöglich ist, weil der Anbieter von den Hauptaktionären der Gesellschaft bereits eine Mehrheit bzw. einen wesentlichen Minderheitsanteil gekauft hat. In diesem Fall hat der Verwaltungsrat insbesondere dafür zu sorgen, dass die Publikumsaktionäre den gleichen Preis erhalten wie der Hauptaktionär bzw. einen möglichst hohen Preis erzielen[2482].

3. Die aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates in der Übernahmesituation

Wenn sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit einem konkreten Übernahmeangebot bzw. einer entsprechenden Absichtserklärung eines potentiellen Anbieters auseinandersetzt, muss er bei seinen Handlungen verschiedene aktienrechtliche Pflichten beachten:

3.1 Gleichbehandlungspflicht gegenüber den Aktionären

Gemäss Art. 717 Abs. 2 OR ist der Verwaltungsrat dazu verpflichtet, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln[2483]. Diese allgemeine Pflicht gilt auch im Zusammenhang mit Übernahmen und öffentlichen Angeboten. In der Praxis zeigt die Gleichbehandlungspflicht insbesondere in folgenden Bereichen ihre Wirkung:

– Information der Aktionäre

  Der Verwaltungsrat ist verpflichtet, die Aktionäre bezüglich Informationen gleich zu behandeln und ihnen auch im Zusammenhang mit einem Ange-

---

2481 Kritisch zu dieser Auffassung Romerio/Gerhard (2007), S. 6, die aber auf Beispiele hinweisen (Berna Biotech AG, Amazys AG sowie Forber Holding AG), bei denen die Zielgesellschaft im Sinne dieser aktienrechtlichen Argumentation potentiellen Anbietern eine Due Diligence gewährte; Gerhard (2006), S. 221; vgl. die Lösung des englischen City Code on Takeovers and Mergers, die in Rule 20.2, vorsieht, dass jeder „bona fide potential offeror" Anspruch auf gleiche Informationen hat. Vgl. dazu Ziff. III.K.7.2.2.

2482 Tschäni/Diem (2006), S. 55 f.; vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2005 i.S. Tornos (E1.1). Bei derartigen „freundlichen" Übernahmen, zeigt der Verwaltungsrat in der Praxis allerdings meist wenig Neigung, die Interessen der Minderheitsaktionäre tatsächlich zu vertreten, da die meisten Verwaltungsratsmitglieder eine mehr oder weniger grosse Nähe zum Hauptaktionär aufweisen.

2483 Böckli (2004), S. 1653 ff.; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), § 39 Rz 87; Huguenin (1994), S. 37; Watter (2002), S. 3.

bot identische Informationen zu vermitteln[2484]. Die aktienrechtliche Gleichbehandlungspflicht wird noch durch Art. 72 KR verschärft, der kotierte Gesellschaften nach der Praxis der SWX dazu verpflichtet, die Aktionäre bei der Vermittlung kursrelevanter Informationen absolut gleich zu behandeln, wobei sich dieses Gleichbehandlungsgebot nicht nur auf den Inhalt der betreffenden Information bezieht, sondern auch auf die Art der Übermittlung[2485]. Die Gesellschaft muss daher kursrelevante Informationen bzw. in der Übernahmesituation vor allem Informationen, die für die Entscheidung der Aktionäre über das Angebot wesentlich sind, so übermitteln[2486], dass die betreffenden Informationen allen Aktionären gleichzeitig zugänglich ist. Würden kursrelevante Informationen nur einzelnen Aktionären übermittelt oder einzelnen Aktionären früher zugänglich gemacht als den übrigen Aktionären, so würde der Verwaltungsrat diesen Aktionären im Handel Vorteile verschaffen, die dem Gleichbehandlungsprinzip widersprechen.

Probleme mit der Gleichbehandlung bezüglich Information ergeben sich für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft oft im Verkehr mit Grossaktionären. Einerseits wollen Grossaktionäre – entsprechend ihrem starken finanziellen Engagement – möglichst viele Informationen, um ein Angebot beurteilen zu können, und suchen daher in der Übernahmesituation häufig das direkte Gespräch mit dem Verwaltungsrat. Andererseits sucht aber auch der Verwaltungsrat oft den Kontakt zu den Grossaktionären um diese in der Übernahmesituation von seiner Position zu überzeugen. Dies führt meist zu Gesprächen über die richtige Strategie des Unternehmens und sein Wertpotential, womit die Gefahr entsteht, dass Informationen offengelegt werden, die dem Publikum nicht bekannt sind. Gleichbehandlungsprobleme können aber auch im Zusammenhang mit Analysten und Journalisten entstehen, die zur Evaluation des Angebotes zusätzliche Informationen wünschen. Der Verwaltungsrat muss aber gerade in der Übernahmesituation darauf achten, dass er weder in der Diskussion mit Grossaktionären noch im Gespräch mit einzelnen Analysten und Journalisten neue preisrelevante Informationen abgibt, sondern muss sich in derartigen Gesprächen sowie auch bei Medienkonferenzen, in Road-Shows und Investorentagungen auf „vertiefende Erläuterungen" der bereits öffentlich abgegebenen Informationen beschränken und alle neuen Informationen entweder in der Form von Ad-hoc-Mitteilungen oder im Rahmen seiner Stellungnahme zum Angebot publizieren[2487]. Die Grenze

---

2484 Tschäni/Diem (2006), S. 58; Böckli (2004), S. 1659 f.; Lüchinger (2004), S. 237; Bühler (2003), S. 16.

2485 Böckli (2004), S. 1661 ff.; Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie der SWX vom 29. März 2006 Rz. 6; Art. 72 Abs. 4 KR.

2486 Diese Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre gilt insbesondere auch im Hinblick auf die hinten in Ziff. K.4.1 dargestellte Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebot: Der Verwaltungsrat muss in diese Stellungnahme alle Informationen aufnehmen, die für die Aktionäre relevant sind, und darf nicht einzelnen Aktionären noch zusätzliche, für die Entscheidung über das Angebot wesentliche Informationen geben. A.M. Bühler (2003), S. 17 f., der m.E. allerdings der verstärkten Gleichbehandlungspflicht unter Art. 72 KR und deren übernahmerechtlichen Bedeutung zu wenig Rechnung trägt.

2487 Vgl. Böckli (2004), S. 1659 f.; Lüchinger (2004), S. 237.

zwischen Vertiefung bereits offengelegter Informationen und der Vermittlung neuer Informationen ist allerdings in der Praxis häufig schwierig einzuhalten, weshalb der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei Äusserungen über das Angebot entsprechend vorsichtig vorgehen muss bzw. gut daran tut, möglichst viele Informationen dem Publikum zugänglich zu machen.

Die Frage der Gleichbehandlung bezüglich Informationsvermittlung stellt sich natürlich auch, wenn ein potentieller Anbieter eine Due Diligence durchführen will, in der ihm preisrelevante Informationen offengelegt werden, die dem Publikum nicht bekannt sind. Wenn der Verwaltungsrat der Überzeugung ist, dass ein mögliches Angebot im Interesse des Unternehmens und seiner Aktionäre liegt, ist eine derartige Abweichung vom Gleichbehandlungsgrundsatz aber zulässig, da sie durch das Interesse des Unternehmens und der übrigen Aktionäre gerechtfertigt ist[2488]. Entscheidet sich der Verwaltungsrat zur Offenlegung preisrelevanter Informationen an einen potentiellen Anbieter, so muss er aber dafür sorgen, dass dieser die übergebenen Informationen nur zur Evaluation eines möglichen Angebotes verwendet und sie weder zum Börsenhandel ausnützt noch sonst in einer für das Unternehmen nachteiligen Weise verwertet. Der Verwaltungsrat muss daher mit dem potentiellen Anbieter eine Geheimhaltungsvereinbarung abschliessen, welche den Anbieter verpflichtet, die erhaltenen Informationen geheim zu halten und nur zum Zweck der Evaluation einer möglichen Übernahme zu verwenden[2489].

– Anwendung von Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungsklauseln

Wenn die Statuten eine Vinkulierung oder eine Stimmrechtsbeschränkung vorsehen, räumen die Statuten dem Verwaltungsrat häufig das Recht ein, Ausnahmen zu gewähren. Bei der Gewährung dieser Ausnahmen ist der Verwaltungsrat auch in Übernahmesituationen an das Gleichbehandlungsgebot gebunden, d.h., er muss sämtliche Aktionäre, die sich in der gleichen Lage befinden, gleich behandeln; eine unterschiedliche Behandlung von Aktionären muss dementsprechend durch sachliche Gründe, die sich aus dem Zweck bzw. dem Interesse der Gesellschaft selbst ergeben, gerechtfertigt werden[2490].

Da die Gewährung von Ausnahmen ohne sachliche Gründe dazu führt, dass nach dem Gleichbehandlungsgrundsatz jeder Aktionär Anspruch auf Eintragung bzw. die Ausübung seiner Stimmrechte hat[2491], sollte der Verwaltungsrat in der Gewährung von Ausnahmen von Vinkulierung und Stimm-

---

2488 Tschäni/Diem (2006), S. 59; allgemein zu den Voraussetzungen der Ungleichbehandlung: Watter, BSK, N. 23 zu Art. 717 OR; Forstmorser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), § 9 N. 12 ff.; Nobel (2004b), S. 867.

2489 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.7.2.2.

2490 Böckli (2004), S. 1657; Huguenin (1994), S. 219 f.

2491 Watter, BSK, N. 29 zu Art. 717 OR; Zindel (1993), S. 208; dazu im Einzelnen Ziff. III.K. 5.1.1.1 und Ziff. III. K.5.1.1.2.

rechtsbeschränkung äusserst zurückhaltend sein. Weil die positive bzw. negative Einstellung eines Aktionärs zum Verwaltungsrat kein sachlicher Grund ist, um ihn bezüglich der Eintragung zu bevorzugen bzw. zu benachteiligen, kann der Verwaltungsrat in einer Übernahmesituation auch nicht den ihm wohlgesinnten Aktionären eine Ausnahme gewähren und anderen, die auf eine Annahme eines Angebotes drängen, die Eintragung verweigern[2492].

– Keine Leistung zugunsten einzelner Aktionäre

  Auch in Übernahmesituationen verbietet das Gleichbehandlungsprinzip dem Verwaltungsrat, einzelnen Aktionären Leistungen zu erbringen, die diesen einen Vorteil gegenüber den übrigen Aktionären geben. Wie in Ziff. III.K. 2.4.2 dargestellt, darf der Verwaltungsrat daher nicht einzelne Aktionäre dadurch bevorzugen, dass er ihr Angebot empfiehlt, obwohl ein höheres Angebot möglich wäre, bzw. sich gegenüber anderen potentiellen Interessenten verschliessen, die ein höheres Angebot in Aussicht stellen, da dies zu einem Vermögenstransfer von den verkaufenden Aktionären zum Anbieter führt. Das Gleichbehandlungsgebot verbietet dem Verwaltungsrat aber auch, Personen eine Due Diligence zu gewähren, die nur die Aktien eines Hauptaktionärs kaufen möchten, sofern er nicht sicherstellen kann, dass die übrigen Aktionäre den gleichen Preis erhalten, da er sonst die Ressourcen der Gesellschaft benutzt, um dem Hauptaktionär zu einem einseitigen finanziellen Vorteil, d.h. zur Realisierung einer Kontrollprämie, zu verhelfen.
– Keine Aktienrückkäufe zu überhöhten Preisen

  Gerade in den USA war es bis Anfang der 1990iger-Jahre eine unter der Bezeichnung „Green Mail“ bekannte Taktik, von einem potentiell feindlichen Anbieter Aktien zu überhöhten Preisen zurückzukaufen, um auf diese Weise die „Bedrohung“ durch den betreffenden Anbieter zu beseitigen[2493]. Diese Taktik scheitert in der Schweiz am aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot; der Verwaltungsrat hat auch beim Rückkauf von Aktien gemäss Art. 717 Abs. 2 OR die Pflicht, Aktionäre gleich zu behandeln. Diese Pflicht würde der Verwaltungsrat verletzen, wenn er von einzelnen Aktionären Aktien zu einem Preis zurückkaufen würde, der über dem Börsenkurs liegt[2494]. Da mit einem derartigen Rückkauf nicht nur das Gleichbehandlungsgebot verletzt wird, sondern durch den Kauf zu Preisen über dem Marktwert auch Gesellschaftsmittel verschleudert werden, muss

---

2492 Tschäni/Diem (2006), S. 59; vgl. aber das Verhalten der Baumgartner Papier Holding SA, die im Abwehrkampf einzelnen, dem Verwaltungsrats wohlgesinnten Aktionären eine Ausnahme von der Vinkulierung gewährt hatte, sich aber weigerte, dem Anbieter eine Ausnahme zu gewähren, vgl. Verfügung der EBK vom 12. November 2001 i.S. Baumgartner (E.4.b); Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner (E.1.2).

2493 Vgl. zu dieser Taktik Watter (1990), S. 361 f.; Werlen (2001), S. 103 f.; Bohrer (2005b), S. 351.

2494 Watter (1990), S. 361 f.; Nobel (2004b), S. 972; Ruffner (2000), S. 269 ff.; Huguenin (1994), S. 284 ff.; Groner (2003b), S. 188; Homburger ZK N. 1060 zu Art. 717 OR; von Planta/Lenz, BSK, N. 7b f., zu Art. 659 OR; Böckli (2004), § 4, N. 254 ff.

der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft bei einem derartigen Vorgehen damit rechnen, dass er von den Aktionären gemäss Art. 754 OR für die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Aktienkurs haftbar gemacht wird. Aufgrund der Verletzung aktienrechtlicher Grundsätze fällt ein derartiger Rückkauf, der im Vorfeld einer öffentlichen Übernahme gemacht wird, als offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechtes auch unter Art. 37 UEV, was – wie vorne dargestellt – zur Nichtigkeit der betreffenden Transaktion führt[2495].

3.2 Aktienrechtliche Schranken bei der Abwehr von Übernahmeversuchen

Die Bindung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft an das Unternehmensinteresse ist nicht nur bei der Evaluation eines Angebotes oberste Richtschnur für die Entscheidung des Verwaltungsrates, sondern auch die wesentliche Schranke für Abwehrhandlungen[2496]. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft darf dementsprechend keine Abwehrhandlungen vornehmen, welche das Vermögen der Gesellschaft schädigen[2497]. Selbst wenn der Verwaltungsrat bei der Abwägung der Vor- und Nachteile eines Übernahmeangebotes zum Schluss kommt, dass eine Übernahme durch einen Dritten nicht im Interesse des Unternehmens liegt, darf er nicht so weit gehen, dass er das Unternehmen schädigt, um eine Übernahme zu verhindern, da seine primäre Pflicht nicht im Erhalt der Selbständigkeit, sondern im Erhalt des Vermögens der Gesellschaft liegt. In diesem Sinne sind insbesondere folgende Abwehrmassnahmen unzulässig:

– Vermögensverminderung zur Abwehr von Angeboten

  Handlungen, mit denen die Zielgesellschaft im Hinblick auf ein mögliches Angebot unattraktiv gestaltet wird, wie beispielsweise der Verkauf wesentlicher Unternehmensteile zu günstigen Konditionen an nahestehende Personen oder die Einräumung entsprechender Kaufrechte für den Fall eines Übernahmeangebotes, liegen nicht im Interesse des Unternehmens, sondern schädigen dieses[2498]. Das Gleiche gilt auch für die Einräumung von Change-of-Control-Klauseln an Geschäftspartner, die diesen die Auflösung wichtiger Verträge erlauben, sofern derartige Vertragsbedingungen nicht einer geschäftlichen Notwendigkeit entsprechen, sondern allein vereinbart werden, um den Unternehmenswert bei einer allfälligen Übernahme zu vermindern[2499].

– Die Einräumung von ungerechtfertigten Vorteilen an einen Anbieter

---

2495 Bühler (2003), S. 40.

2496 Bahar (2004), S. 227; Dubs (2006), S. 51; vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.3.2).

2497 Zobl (1997), S. 68.

2498 Homburger ZK N. 1050 zu Art. 717 OR.

2499 Vgl. Ziff. III.K.5.2.5.

Zum Teil hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch das Bedürfnis, einen Anbieter, den er für die Übernahme als besonders geeignet betrachtet, zu bevorzugen, indem er ihm für den Fall des Misslingens eines Angebotes Optionen auf wesentliche Betriebsteile einräumt oder eine hohe Entschädigung verspricht[2500]. Auch wenn zum Teil argumentiert wird, dass derartige Leistungen ein Angebot erst möglich machen, sind sie doch unzulässig, da sie zu einer Verminderung des Gesellschaftsvermögens führen, ohne dass der Gesellschaft selbst irgendwelche Vorteile zukommen[2501].

– Übermässige Leistungen an das Management

Wie hinten in Ziff. III.K.6 dargestellt, ist es zwar zulässig, das Management der Zielgesellschaft im Hinblick auf mögliche Übernahmen angemessen abzusichern, um seine Motivation auch bei übernahmegefährdeten Unternehmen aufrechtzuerhalten, oder dem Management einen finanziellen Anreiz zur optimalen Führung von Übernahmeverhandlungen zu gewähren. Leistungen, die über die zur Erreichung dieser Zwecke notwendigen Beträge hinausgehen, sind dagegen unzulässig, da sie nicht mehr im Interesse des Unternehmens liegen, sondern nur den Zweck haben, den Wert des Unternehmens im Falle einer Übernahme zu vermindern[2502].

Vereinbarungen, die zur Realisierung unzulässiger Abwehrmassnahmen abgeschlossen werden, sind in den meisten Fällen ungültig. Dem Verwaltungsrat bzw. den anderen Organen, die namens der Zielgesellschaft die entsprechenden Verpflichtungen eingehen, fehlt gemäss Art. 718 OR die Vertretungsmacht für derartige Geschäfte, da die betreffenden Handlungen über den Zweck der Gesellschaft hinausgehen. Das Gleiche gilt auch für Verfügungen, die auf der Basis derartiger Vereinbarungen vorgenommen werden und die dementsprechend rückgängig gemacht werden können. Soweit es rein faktisch nicht möglich ist, derartige Verfügungen rückgängig zu machen, können sie zur Haftung der Organe führen, die sie vorgenommen bzw. angeordnet haben[2503].

Verschiedene der oben dargestellten, gesellschaftsrechtlich unzulässigen Handlungen verstossen aber auch gegen börsenrechtliche Schranken und können daher im börsenrechtlichen Verfahren verhindert bzw. aufgehoben werden[2504]. Die aktienrechtlichen Schranken von Abwehrmassnahmen spielen neben den börsenrechtlichen Schranken aber dennoch eine wesentliche Rolle,

---

2500 Dazu im Einzelnen Ziff. III.H.7.2. f.

2501 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.H.7.2.

2502 Homburger ZK N. 1053 zu Art. 717 OR.

2503 Vgl. dazu Ziff. III.H.7.3; III.K.4.2.4.

2504 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.2.2.

da die aktienrechtlichen Schranken auch in dem Zeitraum gelten, in dem die börsenrechtlichen Schranken noch nicht greifen, d.h. vor der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung[2505].

3.3 Haftungsrisiko des Verwaltungsrates

Wie vorne dargestellt, hat der Verwaltungsrat die Pflicht, die Interessen des Unternehmens wahrzunehmen, und muss auch auf der Basis des Unternehmensinteresses über ein Übernahmeangebot bzw. seine Abwehrmassnahmen im Zusammenhang mit einem Angebot entscheiden. Da der Verwaltungsrat dagegen keine Pflicht hat, für hohe Aktienkurse zu sorgen[2506], können Aktionäre nicht allein aufgrund der Tatsache, dass der Verwaltungsrat durch eine ablehnende Haltung bzw. durch den Einsatz statutarischer Abwehrmittel eine Übernahme zu einem hohen Preis verunmöglicht hat, Schadenersatzansprüche gegen den Verwaltungsrat stellen. Kommt der Verwaltungsrat daher aufgrund sorgfältiger Überlegungen zum Schluss, dass eine Übernahme nicht im Interesse des Unternehmens und seiner Stakeholder liegt, so können die Aktionäre keine Schadenersatzansprüche stellen, wenn der Verwaltungsrat das Angebot verhindert. Ein derartiger Entscheid, der unter Einhaltung der börsenrechtlichen Informations- und Transparenzverpflichtungen mit rechtmässigen Massnahmen umgesetzt wird, die das Unternehmen selbst nicht schädigen[2507], liegt im Ermessen des Verwaltungsrates, weshalb er seine Pflichten in diesem Fall nicht verletzt[2508].

Schadenersatzansprüche im Sinne von Art. 754 OR können nur gestellt werden, wenn der Verwaltungsrat seine Pflichten verletzt hat, d.h. insbesondere gegen seine Pflicht zur Wahrung des Unternehmensinteresses verstossen hat[2509]. Eine derartige Situation kann in folgenden Fällen vorliegen:

- Der Verwaltungsrat hat ein Übernahmeangebot abgelehnt, obwohl es ihm nicht möglich ist, die Zielgesellschaft als selbständiges Unternehmen weiterzuführen, da die Mittel zur Verfolgung der eigenen Strategie fehlen[2510]. Kommt es zum Schaden bei der Gesellschaft, weil das Unternehmen mangels der für die Betriebsführung notwendigen Mittel in ein Konkurs- oder Nachlassverfahren gerät oder weil die Gesellschaft zu ihrer Rettung wesentliche Unternehmensbestandteile liquidieren muss, so kann der Verwaltungsrat für den Schaden haftbar gemacht werden.

- Der Verwaltungsrat schädigt zum Zweck der Abwehr eines Übernahmeversuches die Gesellschaft, indem er wertvolle Aktiven unter ihrem Ver-

---

2505 Dazu Ziff. III.K.4.2.5.

2506 Vgl. im Einzelnen Ziff. III.K.2.2 vorne

2507 Z.B. durch die Anwendung von Vinkulierungsbestimmungen oder einer statutarischen Stimmrechtsbeschränkung.

2508 Vgl. Frauenfelder (2001), S. 58 f.; Bachmann (1992), S. 160 f.

2509 Zobl (1997), S. 69; vgl. Bahar (2004), S. 322.

2510 Vgl. vorne Ziff. III.H.7.2.

kehrswert verkauft, dem Management für den Fall einer Übernahme Leistungen verspricht, die geschäftsmässig nicht begründet sind, oder einem potentiellen Anbieter für den Fall, dass er von einem anderen Anbieter überboten wird, Leistungen zusichert, die über die blosse Kostendeckung hinausgehen[2511].

– Der Verwaltungsrat kommt seiner Pflicht zur Publikation des Berichtes zum Angebot[2512] nicht nach oder verletzt bei der Abfassung dieses Berichtes das Wahrheitsgebot. Führen unrichtige oder unvollständige Angaben des Verwaltungsrates in diesem Bericht[2513] dazu, dass Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot nicht annehmen und einen Schaden erleiden, weil der Kurs der Zielgesellschaft nach Bekanntgabe der tatsächlichen Situation einbricht, so können diese Aktionäre ihren Schaden als direkten Schaden gegenüber dem Verwaltungsrat geltend machen[2514].

4. Börsenrechtliche Pflichten der Zielgesellschaft

Die börsenrechtlichen Vorschriften über das Verhalten der Zielgesellschaft haben einerseits den Zweck, das Informationsdefizit, das die Aktionäre der Zielgesellschaft in einer Übernahmesituation haben, durch entsprechende Informationspflichten der Zielgesellschaft zu kompensieren. Andererseits bezweckt das Börsenrecht, das Abwehrverhalten der Leitungsorgane der Zielgesellschaft so zu beschränken, dass es der Zielgesellschaft und ihren Aktionären keinen Schaden zufügt und den Wettbewerb zwischen verschiedenen Angeboten nicht verhindert. Um diese Ziele zu erreichen, sieht das Börsenrecht folgende konkrete Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft in der Übernahmesituation vor:

4.1 Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebot

Gemäss Art. 29 BEHG muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nach der Veröffentlichung des Angebotes einen Bericht abgeben, in dem er zum Angebot Stellung nimmt[2515]. Eine ähnliche Pflicht zur Stellungnahme hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gemäss Art. 61 UEV, wenn eine Drittperson ein

---

2511 Vgl. Zobl (1997), S. 69; vgl. Frauenfelder (2001), S. 192 ff.

2512 Dazu Ziff. III.K.4.1.

2513 Z.B. „vergisst" der Verwaltungsrat, darauf hinzuweisen, dass die Zielgesellschaft seit dem letzten publizierten Abschluss massive Verluste erlitten hat; vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 60 f.; Werlen (2001), S. 204; Harris (2005), S. 259 ff.

2514 Böckli (2004), S. 721, der allerdings davon ausgeht, dass bei der Verletzung von Pflichten gemäss Art. 29 BEHG kein Haftungsfall nach Art. 754 OR vorliegt, sondern ein Haftungsfall gemäss Art. 41 OR, da der Verwaltungsrat keine aktienrechtliche Verpflichtung verletzt, sondern eine Verpflichtung aus dem Kapitalmarktrecht; m.E. ist diese Differenzierung nicht sachgerecht; Art. 745 OR bezieht sich auf alle Pflichten, die der Verwaltungsrat gegenüber den Aktionären aufgrund seiner Stellung und seiner Pflichten als Verwaltungsrat hat, unabhängig, ob sich diese aus dem Aktienrecht selber oder aus anderen gesetzlichen Quellen wie insbesondere dem Kapitalmarktrecht ergeben. Ebenfalls gegen eine Haftung nach Art. 754 OR Glatthaar (2007), S. 293; vgl. differenziert, Frauenfelder (2001), S. 94 ff.

2515 Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1); Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E.1.1.1); Tschäni/Oertle, BSK, N. 2 zu Art. 29 BEHG; Küng/Huber/Kuster (1998), N.5 ff. zu Art. 29 BEHG; Frauenfelder (2001), S. 71; Blaas/Barraud (2008), S. 339.

Gesuch um Feststellung der Angebotspflicht bzw. ein Gesuch um Gewährung einer Ausnahme stellt. Nach der Praxis der Übernahmekommission finden die Vorschriften über die Stellungnahme gemäss Art. 29 BEHG auf diese Stellungnahmen analog Anwendung.. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss daher auch in diesen Stellungnahmen Angaben über Interessenkonflikte machen und Massnahmen ergeifen, um zu verhindern, dass Verwaltungsratsmitglieder mit Interessenkonflikten über die Stellungnahme des Verwaltungsrates entscheiden[2516].

4.1.1 Unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates

Die Pflicht zur Abgabe eines Berichtes zum Angebot ist in Art. 29 Abs. 1 BEHG ausdrücklich als Pflicht des Verwaltungsrates definiert[2517]. Diese Aufgabe stellt eine im Sinne von Art. 716a OR unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft dar: Zentrales Element der Stellungnahme des Verwaltungsrates ist die Empfehlung an die Aktionäre, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Dieser Entscheid ist mit der Frage verbunden, ob das Unternehmen selbständig bleibt und seine selbst definierte Strategie weiterführt oder nach einer Übernahme die vom Anbieter festgelegte Strategie umsetzt. Der Entscheid über eine Empfehlung bzw. Ablehnung eines öffentlichen Angebotes betrifft daher Kerngebiete der Unternehmensstrategie und der Finanzverantwortung, d.h. Bereiche, die gemäss Art. 716a OR zu den unübertragbaren und unentziehbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates zählen[2518]. Dementsprechend kann der Verwaltungsrat zwar die Ausarbeitung seines Berichtes an entsprechende Spezialisten übertragen, muss aber selbst über den materiellen Inhalt und die Grundaussagen des Berichtes entscheiden und trägt dementsprechend auch die Verantwortung für den Inhalt des Berichtes[2519].

Wird ein Verwaltungsrat kurz vor dem Zeitpunkt, in dem die Stellungnahme des Verwaltungsrates veröffentlich werden muss, neu gewählt, so verlangt die Übernahmekommission, dass sowohl der bisherige wie auch der neue Verwaltungsrat eine Stellungnahme abgeben. Die Stellungnahme des bisherigen Verwaltungsrates ist aus materiellen Gründen notwendig, da nur dieser die Gesellschaft aus eigener Erfahrung kennt; der neue Verwaltungsrat wird in dieser Situation normalerweise bereits vom Anbieter bestellt[2520].

2516 Vgl. dazu Ziff. III.K.4.1.4.4.

2517 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas (E.4.1), wo der Verwaltungsrat ausdrücklich für Wahrheit und Vollständigkeit der Stellungnahme verantwortlich gemacht wird. Vgl. Bernet (1998), S. 259; Glatthaar (2007), S. 84.

2518 Frauenfelder (2001), S. 91; Harris (2005), S. 120; zur Festlegung der Strategie als unübertragbare und unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates: Watter, BSK, N. 4 zu Art. 716a OR; Krneta, Praxiskommentar, S. 243 ff.; vgl. Empfehlung der UEK vom 8.1.2007, i.S. Serono (E. 6.1), wo die UEK vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, der kurz vor der Veröffentlich der Voranmeldung zurückgetreten war, verlangt, dass er eine Stellungnahme zum Angebot publiziert.

2519 Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas (E.4.1); Zobl (1997), S. 63; Tschäni (2003a), S. 361; Frauenfelder (2001), S. 91; Bahar (2004), S. 262 f.; Watter/Dubs (1998), S. 1314; Glatthaar (2007), S. 84 ff.

2520 Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E.6.1); Empfehlung der UEK vom 12. Juli 2007 i.S. GNI (E.4.3).

4.1.2 Zweck des Berichtes des Verwaltungsrates

Mit dem Bericht des Verwaltungsrates soll sichergestellt werden, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft von der Gesellschaft die zur Beurteilung des Angebotes notwendigen Informationen erhalten und auch aus deren Blickwinkel über die Auswirkungen der geplanten Übernahme sowie die Vor- und Nachteile des Angebotes informiert werden. Auf diese Weise sollen die Aktionäre von der Zielgesellschaft diejenigen entscheidungsrelevanten Informationen erhalten, die sie im Angebotsprospekt noch nicht erhalten haben[2521], um so das Informationsdefizit, das die Aktionäre gegenüber dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft und zum Teil auch gegenüber dem Anbieter haben, auszugleichen[2522].

Nach dem Konzept des Börsengesetzes müssen sich aus dem Angebotsprospekt und der Stellungnahme der Zielgesellschaft zusammen sämtliche Informationen ergeben, die für die Aktionäre der Zielgesellschaft zur Beurteilung des Angebotes notwendig sind, sodass diese im Sinne der vom Börsenrecht angestrebten Transparenz auf der Grundlage vollständiger Informationen über die Annahme des Angebotes entscheiden können[2523]. Mit diesem Konzept, die Aktionäre der Zielgesellschaft von zwei Seiten, d.h. einerseits vom Anbieter im Angebotsprospekt und andererseits von der Zielgesellschaft in der Stellungnahme zum Angebot, in kontradiktorischer Weise über Vor- und Nachteile des Angebotes zu informieren, wird sichergestellt, dass tatsächlich alle Informationen offengelegt werden. Beide Seiten sind ja normalerweise bemüht, die Argumente und Informationen, die für ihre Position sprechen, vollständig darzulegen, womit alle Informationen in optimaler Form aufbereitet werden[2524]. Die Praxis zeigt allerdings, dass dieses Konzept nur bei feindlichen Übernahmen tatsächlich zum gewünschten Erfolg führt. Bei einem freundlichen Angebot, bei dem der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft als Teil des Angebotsprospektes publiziert wird, kommt es nicht zu einer kontradiktorischen Darstellung: Typischerweise ist der Bericht des Verwaltungsrates in diesen Fällen allein auf den Zweck ausgerichtet, die Aktionäre der Zielgesellschaft zur Annahme des Angebotes zu bewegen[2525].

2521 Empfehlung der UEK vom 12. Juli 2007 i.S. GNI (E.4.1.1); Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.1); Böckli (2004), S. 718 f.; Wey/Huber (2001), S. 145; von der Crone (2000b), S. 168; Tschäni/Iffland (2002), S. 202; Harris (2005), S. 73.

2522 Harris (2005), S. 77 ff.; vgl. Romerio (2005), S. 41; Blaas/Barraud (2008), S. 339 f.

2523 Vgl. Tschäni (2003a), S. 361; Bertschinger (1998), S. 329; vgl. Tschäni/Diem (2008), S. 103 f.; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 199; Frauenfelder (2001), S. 71 ff.; Bernet (1998), S. 257 f.

2524 Zobl (1997), S. 63 f.; Bahar (2004), S. 264; Bernet (1998), S. 258; Böckli (2004), § 7 N. 185; Glatthaar (2007), S. 48.

2525 Glatthaar (2007), S. 48 f.; vgl. die entsprechenden Formulierungsbeispiele bei Tschäni/Iffland (2002), S. 201 ff.

4.1.3 Wahrheits- und Vollständigkeitsgebot

Der Bericht des Verwaltungsrates muss inhaltlich wahr und in Bezug auf seinen Informationszweck vollständig sein[2526]. Wahrheits- und Vollständigkeitsgebot verpflichten den Verwaltungsrat dazu, innerhalb des Unternehmens alle notwendigen Abklärungen zu machen, um die relevanten Informationen zu identifizieren, aufzubereiten und zu verifizieren. Der Verwaltungsrat muss in diesem Sinne sämtliche Informationsressourcen der Gesellschaft nutzen und insbesondere auch auf die Geschäftsleitung einwirken, damit diese die notwendigen Informationen zur Verfügung stellt bzw. aufbereitet[2527].

4.1.3.1 Wahrheitsgebot

Die Sachverhaltsdarstellung der Zielgesellschaft muss wahr sein, d.h. den objektiv feststellbaren Tatsachen entsprechen. Allfällige Prognosen und Werturteile müssen als solche gekennzeichnet werden, damit die Aktionäre diese von den im Bericht dargestellten Tatsachen unterscheiden können[2528], und auf einer Tatsachenbasis beruhen, welche die betreffenden Aussagen als vernünftig erscheinen lässt[2529]. Damit die Aktionäre der Zielgesellschaft derartige Prognosen beurteilen können, muss der Verwaltungsrat die Grundlagen und Annahmen, auf denen diese Angaben basieren, gemäss Art. 30 Abs. 3 UEV in seinem Bericht offen legen.

Das Wahrheitsgebot untersagt aber auch irreführende Aussagen, d.h. Aussagen, die zwar objektiv wahr sind, aber im Kontext so dargestellt werden, dass sie beim durchschnittlichen Aktionär einen falschen Eindruck hinterlassen.

Das Wahrheitsgebot bezieht sich nach der Praxis der Übernahmekommission nicht nur auf den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, sondern gilt auch für jede weitere Äusserung, welche die Zielgesellschaft bzw. ihr Verwaltungsrat im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot macht[2530].

4.1.3.2 Vollständigkeitsgebot

Gemäss Art. 30 UEV muss der Bericht des Verwaltungsrates alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der gesamten Sachlage treffen

---

2526 Art. 29 Abs. 1 BEHG und Art. 30 Abs. 1 UEV; Zobl (1997), S. 65; Frauenfelder (2001), S. 74 f.; Werlen (2001), S. 191; Harris (2005), S. 125 ff.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 197; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. November 2000 i.S. Axantis (E.2).

2527 Vgl. Fotiou (2004), S. 52 ff.

2528 Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E. 1.2.1.3).

2529 Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E.1.2.1.4); Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.1.3); Glatthaar (2007), S. 133 ff.

2530 Vgl. Empfehlung UEK vom 27. April 2000 i.S. Big Star (E.1.2); im konkreten Fall hatte die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft eine irreführende und in ihrem Wahrheitsgehalt unklare Pressemitteilung veröffentlicht. Vgl. Wey/Huber (2001), S. 146.

können[2531]. In diesem Sinne sind im Bericht des Verwaltungsrates die Informationen aufzuführen, die sich weder aus dem Angebotsprospekt des Anbieters noch aus früheren Verlautbarungen der Zielgesellschaft[2532] ergeben, jedoch für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft wesentlich sein könnten[2533]. Welche Informationen im konkreten Fall für die Aktionäre der Zielgesellschaft relevant sind, muss letztlich aus dem Blickwinkel dieser Aktionäre analysiert werden. Auch wenn sich von Gesellschaft zu Gesellschaft wegen unterschiedlicher Geschäftstätigkeiten Unterschiede ergeben, sind für die Aktionäre der Zielgesellschaft allgemein die Faktoren wesentlich, die den Wert des Unternehmens beeinflussen, damit sie diesen dem Angebotspreis gegenüberstellen können[2534]. In diesem Sinne sind vor allem Angaben über die Geschäftstätigkeit seit dem letzten publizierten Abschluss sowie über allfällige wesentliche Geschäftsvorfälle in diesem Zeitraum und Aussagen über die Pläne der Zielgesellschaft bei Aufrechterhaltung der Selbständigkeit notwendig[2535].

Das Vollständigkeitsgebot verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft allerdings nicht dazu, schon früher offengelegte Informationen noch einmal zu wiederholen, weil diese für die Entscheidung der Aktionäre relevant sind; er kann sich vielmehr darauf verlassen, dass den Aktionären früher publizierte Jahres- und Halbjahresberichte sowie Ad-hoc-Mitteilungen bekannt sind.

Das Vollständigkeitsgebot verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber nicht nur, sämtliche Informationen offenzulegen, die für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft über das öffentliche Angebot relevant sind. Er muss auch bei den Themen, die er im Bericht anspricht, sämtliche Aspekte, d.h. positive wie negative Gesichtspunkte, darstellen. Beschreibt der Verwaltungsrat in seinem Bericht z.B. die Zukunftsaussichten der Gesellschaft, um darzustellen, dass der Wert der Zielgesellschaft wesentlich über dem Angebotspreis liegt, so muss er auch auf heute erkennbare Risiken hinweisen, die bei der Verwirklichung der von ihm verfolgten Wertsteigerungsszenarien auftreten können[2536].

2531 Art. 30 Abs. 1 UEV; Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E.1.2.1.2); Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.1.3); Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E1.4.2.2); Tschäni (2003a), S. 361; Bertschinger (1998), S. 329; von der Crone (2000b), S. 170; Zobl (1997), S. 63; Bahar (2004), S. 263 f.; Harris (2005), S. 124.

2532 Z.B. Jahresberichte, Zwischenberichte, Ad-hoc-Mitteilungen.

2533 Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel mit eingehenden Erläuterungen, weshalb bestimmte Angaben über eine Tochtergesellschaft für die Aktionäre der Zielgesellschaft relevant sind; Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.1.29; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 197; Werlen (2001), S. 192; Glatthaar (2007), S. 131 ff.

2534 Vgl. zum Umfang der Informationen, die abgegeben werden müssen, und deren Relevanz: Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 200 ff.; Frauenfelder (2001), S. 72 f.; Glatthaar (2007), S. 137 f.

2535 Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 1006 i.S. Bank Linth (E.1.2.1.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 197.

2536 In diesem Bereich überschneidet sich das Vollständigkeitsgebot mit dem aus dem Wahrheitsgebot abgeleiteten Täuschverbot, da eine derartig einseitige Darstellung auch irreführend ist.

Im Sinne einer Ausnahme vom Vollständigkeitsgebot kann die Übernahmekommission eine Zielgesellschaft gemäss Art. 31 Abs. 3 UEV von der Publikation bestimmter Informationen entbinden, sofern ihr die Revisionsstelle der Zielgesellschaft die Gründe darlegt, die für die Geheimhaltung sprechen[2537], und diese Gründe auch gegenüber dem Interesse der Aktionäre an einer Offenlegung überwiegen[2538]. Da die Aktionäre mit der Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes über die Selbständigkeit der Zielgesellschaft und ihre Beteiligung an dieser entscheiden, ist allerdings nur schwer vorstellbar, welche Informationen, die für die Beurteilung des Angebotes relevant sind, geheim gehalten werden können, da aufgrund dieser Situation typischerweise das Interesse der Aktionäre an der Offenlegung überwiegt[2539]. So dürfte es m.E. nicht zulässig sein, die Vorbereitung einer für das Unternehmen wichtigen Transaktion geheim zu halten, weil diese allenfalls durch die Veröffentlichung gefährdet wird, da die Aktionäre der Zielgesellschaft eine definitive Einbusse erleiden, wenn sie aufgrund der Geheimhaltung wesentliche Tatsachen nicht kennen und deshalb falsch entscheiden[2540].

4.1.4 Inhalt des Berichtes

Gemäss Art. 30 ff. UEV und der Praxis der Übernahmekommission muss der Bericht des Verwaltungsrates insbesondere folgende Punkte enthalten:

4.1.4.1 Wirtschaftliche Entwicklung der Zielgesellschaft

Gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHG ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verpflichtet, für den Entscheid des Anlegers wesentliche, aber noch nicht veröffentlichte Angaben über den Gang der laufenden Geschäfte offenzulegen[2541]. Daher sind im Bericht des Verwaltungsrates alle wesentlichen positiven oder negativen Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten offenzulegen, die seit der Publikation des letzten Jahres- oder Halbjahresberichtes eingetreten sind[2542]. Sind in diesem Zeitraum keine

---

2537 Zobl (1997), S. 65; Werlen (2001), S. 247 ff.; Glatthaar (2007), S. 144 ff. Die Voraussetzungen für die Geheimhaltung sind in diesem Sinne wesentlich strenger als bei der Geheimhaltung von ad-hoc-publizitätspflichtigen Tatsachen, wo der Verwaltungsrat selbst über die Geheimhaltung entscheiden kann und auch materiell geringere Voraussetzungen bestehen (vgl. Ziff. III.K.4.5.2.2 hinten).

2538 Vgl. zu dieser „Schutzklausel": Böckli (2004), S. 718 f.; Tschäni/Diem (2008), S. 104; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 202; Harris (2005), S. 127 ff.

2539 Vgl. Frauenfelder (2001), S. 325; Iffland (2001), S. 197.

2540 Wegen der definitiven Wirkung dieses Entscheidung sind die Voraussetzungen für eine Geheimhaltung auch wesentlich strenger als die Voraussetzung für die Geheimhaltung bei der Ad-hoc-Publizität im Sinne von Art. 72 Abs. 2 KR. M.E. hat die UEK bisher noch nie die Geheimhaltung preisrelevanter Informationen in der Übernahmesituation erlaubt; vgl. zur Interessenabwägung Harris (2005), S. 127 ff.; sowie Glatthaar (2007), S. 146 ff.

2541 Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.2.1); vgl. zu den Angaben, die bei Investmentgesellschaften gemacht werden müssen, Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E.4). Glatthaar (2007), S. 216.

2542 Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.7.1.3); Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.6.6.2) mit besonderer Betonung, dass auch positive Änderungen gemeldet werden müssen; Margiotta/Chabloz (2005), S. 207; Tschäni/Diem (2008), S. 106; von der Crone (2000b), S. 170; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 198; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 208.

derartigen Änderungen eingetreten, sondern hat sich die Zielgesellschaft im Rahmen des normalen Geschäftsganges bzw. der Prognosen des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung weiterentwickelt, hat der Verwaltungsrat dies ausdrücklich zu bestätigen[2543].

Die Übernahmekommission geht davon aus, dass im Zeitraum zwischen dem Stichtag des Jahres- bzw. Halbjahresberichtes und der Veröffentlichung dieser Berichte ein besonderer Offenlegungsbedarf besteht, weil aufgrund der laufenden Arbeiten an diesen Abschlüssen ein Informationsvorsprung der Zielgesellschaft und der ihr nahestehenden Personen zu vermuten ist. Sie verlangt daher vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Erstellung und Veröffentlichung eines aktuellen Zwischenabschlusses, falls der Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Jahres- oder Halbjahresberichtes bis Ende der Angebotsfrist mehr als sechs Monate zurückliegt[2544]. Auf die Veröffentlichung eines derartigen Zwischenabschlusses kann allerdings verzichtet werden, wenn spätestens zehn Tage vor Ablauf der Angebotsfrist der reguläre Jahres- oder Halbjahresbericht veröffentlicht wird[2545].

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat bezüglich der Angaben zum Geschäftsgang eine Nachführungspflicht[2546]. Treten nach Veröffentlichung des Berichtes wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder der Geschäftsaussichten ein, so muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft seinen Bericht entsprechend ergänzen und die Ergänzung in derselben Form wie das Angebot veröffentlichen[2547]. Soweit voraussehbar ist, dass während der Angebotsfrist zusätzliche Informationen publiziert werden, wie z.B. ein Halbjahresbericht, ist darauf bereits im Bericht hinzuweisen[2548].

4.1.4.2 Absichten von wesentlichen Aktionären

Der Verwaltungsrat muss gemäss Art. 31 Abs. 1 UEV offenlegen, welche Absichten Aktionäre, die mehr als 3% der Stimmrechte besitzen, in Bezug auf die Annahme des Angebotes haben, sofern diese Absichten dem Verwaltungsrat

---

2543 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Pharma Vision (E.7.1.2); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.7.1.3); Romerio (2005), S. 43.

2544 Verfügung der EBK vom 12. Februar 2008 i.S. Implenia (E.41); vgl. Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.6.1.2), wo die Zielgesellschaft einen Neun-Monats-Abschluss publizierte, da der letzte Jahresabschluss zu weit zurücklag (im betreffenden Jahr musste die Gesellschaft noch keinen Halbjahresabschluss publizieren); Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham Investments (E.4.1.1); Empfehlung vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E.6.1.4); Empfehlung der UEK i.S. EIC vom 17. Februar 2005 (E.5.1.3); Margiotta/Chabloz (2005), S. 207; Tschäni/Diem (2008), S. 107; von der Crone (2000b), S. 170; kritisch zu dieser Pflicht: Romerio (2005), S. 41 f.; Glatthaar (2007), S. 217 f.

2545 Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.5.1.4); Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2005 i.S. Gornergratbahn (E.6.1.4).

2546 Art. 30 Abs. 1 UEV.

2547 Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham Investments (E.4.1.1); Margiotta/Chabloz (2005), S. 208.

2548 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 199.

bekannt sind[2549]. Dabei kann sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf die Offenlegung der Absichten beschränken, die den Organen der Gesellschaft im Zusammenhang mit dem Angebot von den grösseren Aktionären spontan mitgeteilt worden sind[2550]. Der Verwaltungsrat hat dagegen keine weitergehende Abklärungspflicht und muss daher auch nicht die ihm bekannten grösseren Aktionäre einzeln anfragen[2551]. Soweit die Absichten eines grossen Aktionärs erst nach der Publikation des Berichtes bekannt werden oder sich die im Bericht bereits bekanntgegebenen Absichten ändern, muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Sinne der in Ziff. III.K.4.1.8 dargestellten Nachführungspflicht, diese Änderung in einer Ergänzung seines Berichtes offenlegen[2552].

Die Offenlegung der Absichten grosser Aktionäre soll dazu dienen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft die Erfolgschancen des Angebotes besser einschätzen können[2553]. Problematisch ist dabei allerdings, dass die grossen Aktionäre der Zielgesellschaft weder gezwungen sind, ihre Ansichten mitzuteilen, noch an ihre einmal geäusserten Ansichten gebunden sind, weshalb die Bekanntgabe dieser Absichten in der Stellungnahme des Verwaltungsrates nur eine sehr beschränkte Informationswirkung haben kann[2554]. Letztlich können die Marktteilnehmer aber aufgrund der vorne in Ziff. III.G.2 dargestellten Transaktionsmeldungen der grossen Aktionäre feststellen, welche Position diese einnehmen, d.h. ob sie ihre Aktien behalten oder verkaufen. Diese Information ist wesentlich aussagekräftiger, als die Äusserungen, die der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht macht, da diese nur aus zweiter Hand stammen und eine Momentaufnahme bei Erstellung des Berichtes wiedergeben.

Interessanter als die nur eingeschränkt aussagekräftigen Angaben über die Absichten der grossen Aktionäre wären für die Aktionäre der Zielgesellschaft im Übrigen aber Angaben über die Absichten der Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der Zielgesellschaft. Das Verhalten dieser Personen bezüglich ihrer eigenen Aktien ist nämlich wesentlich aussagekräftiger als ihre verbalen Aussagen über den Wert des Angebotes und die Strategie des Anbieters im Bericht des Verwaltungsrates; eine Offenlegung dieser Absichten im Bericht des Verwaltungsrates ist allerdings nicht

---

2549 Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.7.4); Empfehlung der UEK vom 28. November 2005 i.S. Montreux-Palace (E.6.2); Böckli (2004), S. 719; Tschäni/Diem (2008), S. 104; Zobl (1997), S. 64; vgl. die Formulierungsbeispiele bei Tschäni/Iffland (2002), S. 206.

2550 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.7.4); die Atel wusste im Zeitpunkt, als ihr Verwaltungsrat seine Stellungnahme abfasste, offensichtlich nicht, ob ein Grossaktionär seine Aktien im Rahmen des Tauschangebotes andienen würde.

2551 Harris (2005), S. 221; a.M. Werlen (2001), S. 198, der eine Nachforschungspflicht postuliert; vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 10. März 2005 i.S. Forbo (E.2.2.3) erwähnten Abklärungen, welche die Forbo im Hinblick auf ein öffentliches Angebot bei ihren Hauptaktionären machte.

2552 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.7.4).

2553 Vgl. Frauenfelder (2001), S. 77; Werlen (2001), S. 198; Bahar (2004), S. 265; Glatthaar (2007), S. 175.

2554 Frauenfelder (2001), S. 78; Harris (2005), S. 181. Daher ist der Informationsgehalt dieser Angaben m.E. geringer als von Glatthaar (2007), S. 184 ff., angenommen.

vorgesehen[2555]. Soweit diese Personen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft oder Derivate auf Beteiligungspapiere kaufen oder verkaufen, müssen diese Käufe und Verkäufe allerdings als Managementtransaktionen gemäss Art. 74a KR offengelegt werden, sodass der Markt auf diesem Weg über die tatsächlichen Ansichten der Organe der Zielgesellschaft orientiert wird[2556].

4.1.4.3 Geplante Abwehrmassnahmen

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss in seinem Bericht gemäss Art. 31 Abs. 2 UEV offenlegen, welche Abwehrmassnahmen die Zielgesellschaft ergreifen will[2557]. Aufgrund dieser Informationen können die Aktionäre einerseits die Erfolgschancen des Angebotes besser abschätzen, können andererseits aber auch selbst auf den Verwaltungsrat Einfluss nehmen, wenn ihnen die Abwehrmassnahmen als unangemessen erscheinen[2558]. Gleichzeitig dient diese Offenlegung aber auch dazu, die Fronten gegenüber dem Anbieter zu klären; dieser weiss aufgrund der Stellungnahme des Verwaltungsrates, mit welchen Gegenmassnahmen er rechnen muss[2559].

In Analogie zu Art. 35 UEV muss jede Handlung der Zielgesellschaft, die in objektiver Betrachtung dazu dienen könnte, den Erfolg eines Übernahmeangebotes zu verhindern und zu erschweren[2560], als Abwehrmassnahme bekanntgegeben werden. Der Verwaltungsrat muss daher insbesondere bekanntgeben, ob er sich gegenüber dem Anbieter auf allfällige statutarische Eintragungs- bzw. Stimmrechtsbeschränkungen berufen wird oder ob er dem Anbieter eine Ausnahme gewährt[2561] und ob er Massnahmen eingeleitet hat, um aktiv andere Anbieter zu suchen[2562]. Auch allfällige Pläne zum Rückkauf eigener Aktien müssen offengelegt werden, wobei in diesem Falle detailliert über Art und Zeitpunkt des Rückkaufes sowie über den beim Rückkauf angebotenen Preis orientiert werden muss[2563]. Das Gleiche muss grundsätzlich auch dann gelten, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Absicht hat, andere Massnahmen durchzuführen, die materiell eine

---

2555 Glatthaar (2007), S. 190; Harris (2005), S. 224 geht allerdings davon aus, dass sich diese Pflicht aus dem Vollständigkeitsgebot ergibt.

2556 Im Einzelnen zur Meldepflicht: Richtlinie der SWX betr. Offenlegung von Management-Transaktionen vom 7. Januar 2005; Kommentar der SWX zur Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen vom 1. Juli 2005.

2557 Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.2.4.1); Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.1.2.5.3); Empfehlung der UEK vom 31. August 2005 i.S. Leica (E.1.2.3). Glatthaar (2007), S. 191 ff.

2558 Frauenfelder (2001), S. 79; Werlen (2001), S. 199; Bernet (1998), S. 262; Harris (2005), S. 225.

2559 Harris (2005), S. 225; Glatthaar (2007), S. 198.

2560 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 200; vgl. zu den bekanntgabepflichtigen Massnahmen: Glatthaar (2007), S. 199 ff.

2561 Böckli (2004), S. 719; Zobl (1997), S. 64.

2562 Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.2.4.3).

2563 Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.2.4.2); Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E.1.4.1.2). Dies gilt auch bei Aktienkäufen im Rahmen eines ordentlichen Market Making, Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.4.3).

Alternative zum Übernahmeangebot darstellen, wie z.B. die Ausschüttung einer hohen Substanzdividende, eine Kapitalherabsetzung mit entsprechender Rückzahlung an die Aktionäre oder den Spin-off einzelner Bereiche. Die Angaben im Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft müssen in allen diesen Fällen so detailliert und bestimmt sein, dass sich die Aktionäre der Zielgesellschaft ein klares Bild über diese Alternativen machen und dementsprechend auf Basis klarer Informationen über das Angebot entscheiden können[2564].

Falls der Verwaltungsrat seine Absichten ändert und sich z.B. entschliesst, Abwehrmassnahmen, die er bekanntgegeben hat, nicht mehr einzusetzen, oder neue Massnahmen zum Einsatz bringen will, so muss er diese im Rahmen seiner Nachführungspflicht in einem ergänzenden Bericht bekanntgeben[2565].

4.1.4.4 Interessenkonflikte

4.1.4.4.1 Offenlegung von Interessenkonflikten

Gemäss Art. 32 UEV müssen Interessenkonflikte, die Mitglieder des Verwaltungsrates und der obersten Geschäftsleitung in Bezug auf die geplante Übernahme haben, im Bericht des Verwaltungsrates offengelegt werden[2566]. Da die Aktionäre über die Interessenkonflikte der für die Entscheidungsprozesse der Gesellschaft wesentlichen Personen informiert werden sollen, werden unabhängig von Titeln und Funktionsbezeichnungen alle Personen als Geschäftsleitungsmitglieder betrachtet und der Offenlegungspflicht unterstellt, denen der Verwaltungsrat gemäss Art. 716b OR die Kompetenz zur Geschäftsführung delegiert hat und die deshalb der Führungsebene angehören, die dem Verwaltungsrat direkt untergeordnet ist[2567].

Ziel dieser Offenlegungspflicht ist es, die Aktionäre der Zielgesellschaft darüber zu orientieren, inwieweit die Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung bereits eine Interessenbindung mit dem Anbieter eingegangen sind oder sonst persönliche Interessen am Gelingen des Angebotes haben. In diesem Sinne sind Vereinbarungen, die einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung mit dem Anbieter in Hinblick auf eine Übernahme getroffen haben, sowie Beratungsverhältnisse, mit denen sich diese Personen zur Wahrung der Interessen des Anbieters

---

2564 Vgl. Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E1.4.1.4 und E1.4.2.2).

2565 Dazu Ziff. III.K.4.1.8.

2566 Vgl. zu den möglichen Interessenkonflikten bei Verwaltungsratsmitgliedern: Margiotta (2005), S. 140 ff.; Glatthaar (2007), S. 111 ff., S. 121 ff. mit Darstellung der möglichen Konfliktsituationen.

2567 Zobl (1997), S. 64; Frauenfelder (2001), S. 85; Glatthaar (2007), S. 112 f.

verpflichtet haben[2568], offenzulegen. Darüber hinaus müssen aber auch ganz allgemein die finanziellen Auswirkungen der Übernahme auf die einzelnen Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder bei Fortsetzung oder Aufgabe ihrer Position dargestellt werden, damit die Aktionäre abschätzen können, welchen Einfluss finanzielle Eigeninteressen auf die Organe der Zielgesellschaft haben[2569]. Soweit die Mitglieder des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung das Unternehmen nach der Übernahme verlassen, sind daher insbesondere die Abgangsentschädigungen für jede einzelne Person individuell anzugeben[2570]. Damit sich die Aktionäre ein vollständiges Bild machen können, müssen dabei nicht nur die Entschädigungen offengelegt werden, die aufgrund des Kontrollwechsels automatisch bezahlt werden, sondern auch Abgangsentschädigungen, die nur dann fällig werden, wenn die Zielgesellschaft nach Vollzug der Übernahme die Arbeitsverträge einzelner Geschäftsleitungsmitglieder kündigt[2571]. Soweit die Mitglieder des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung dagegen nach der Übernahme weiterhin für das Unternehmen tätig sind, müssen ihre zukünftigen Gesamtbezüge für jede Einzelperson dargegestellt werden[2572].

2568 Vgl. als Beispiel für eine derartige Offenlegung: Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.5.2.2); vgl. für ein Beispiel von Mandatsverträgen: Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2004 i.S. Maag (E.3.3):Vier von insgesamt sieben Verwaltungsräten der Maag Holding AG hatten Mandatsverträge mit der Anbieterin SPS Swiss Prime Site AG abgeschlossen, in der sich diese Verwaltungsräte verpflichtet hatten, im Sinne der SPS zu handeln und das Angebot zu unterstützen; Zobl (1997), S. 64; Tschäni/Iffland (2002), S. 204; vgl. Frauenfelder (2001), S. 84 f.; Harris (2005), S. 162 ff.

2569 Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E5.2.1); vgl. für eine ausführliche Darstellung der Interessenkonflikte und vor allem der finanziellen Abgeltung der einzelnen Mitglieder: Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2004 i.S. Maag (E.6.2.1); Böckli (2004), S. 720; Tschäni (2003a), S. 362; von der Crone (2000b), S. 170. Zobl (1997), S. 64; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 195 f.; Harris (2005), S. 154 f.; dabei müssen insbesondere auch Boni aufgeführt werden, welche den Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung aufgrund der Übernahme ausbezahlt werden. Überdies ist offenzulegen, ob diese Personen bzw. weitere Mitarbeiter berechtigt sind, bestehende Optionen frühzeitig auszuüben; Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.2.2.3); Verfügung 378/02 der UEK vom 20. Januar 2009 i.S. Speedel, wo die UEK verlangte, dass die Vergütungen, welche den Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsführung aus dem vorzeitigen Rückkauf von Mitarbeiteroptionen anfielen, einzeln offengelegt wurden.

2570 Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E.1.3.3.2); Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel; Empfehlung der UEK vom 15. Dezember 2000 betreffend Axantis Holding AG; Empfehlung der UEK vom 20. April 1999, i.S. Kuoni (E.7); Tschäni/Diem (2008), S. 103; Fotiou (2004), S. 47 f.

2571 Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 200, die im Gegensatz zur neusten Praxis allerdings davon ausgehen, dass die betreffenden Zahlungen nicht einzeln angegeben werden müssen, sondern dass die Angabe einer Gesamtsumme genügt.

2572 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Pharma Vision (E.7.2.1); Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.5.2.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2004 i.S. Maag (E.6.2.1); von der Crone (2000b), S. 170; Tschäni/Iffland (2002), S. 204, mit Beispielen entsprechender Formulierungen im Bericht des Verwaltungsrates; Harris (2005), S. 162 ff.

Damit die Aktionäre Klarheit über die Loyalitäten und Bindungen des Verwaltungsrates haben, müssen die folgenden Punkte im Bericht des Verwaltungsrates gemäss Art. 32 Abs. Abs.2 UEV dargestellt werden[2573]:

- Die vertraglichen Vereinbarungen oder anderen Verbindungen bzw. geschäftliche Beziehungen, die einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates mit dem Anbieter eingegangen sind.
- Die Verwaltungsratsmitglieder, die auf Antrag des Anbieters gewählt wurden bzw. im Falle einer Übernahme wieder gewählt werden sollen.
- Die Verwaltungsratsmitglieder, die Organe oder Arbeitnehmer des Anbieters oder einer Gesellschaft sind, die mit dem Anbieter in wesentlichen Geschäftsbeziehungen steht bzw. die ihr Mandat anderweitig nach Instruktion des Anbieters ausüben.

4.1.4.4.2 Massnahmen zur Beseitigung von Interessenkonflikten

Bestehen Interessenkonflikte, weil Verwaltungsratsmitglieder eine Verbindung zum Anbieter haben[2574], müssen im Bericht des Verwaltungsrates gemäss Art. 32 Abs. 4 UEV die Massnahmen dargestellt werden, welche die Zielgesellschaft ergriffen hat, um zu vermeiden, dass sich diese Interessenkonflikte zum Nachteil der Aktionäre der Gesellschaft auswirken[2575]. Die Übernahmekommission prüft in derartigen Fällen allerdings nicht nur, ob die betreffenden Massnahmen vollständig dargestellt sind, sondern überprüft diese auch materiell, d.h. analysiert, ob die Massnahmen tatsächlich den angezeigten In-

---

2573 Vgl. zu diesen Angaben Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.6.2.1). Die UEK geht in ihrer Praxis davon aus, dass alle Mitglieder des Verwaltungsrates einen Interessenskonflikt haben, wenn der Anbieter bereits vor dem Angebot eine Mehrheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft hatte, da er die Wiederwahl dieser Verwaltungsratsmitglieder blockieren kann. Es obliegt in dieser Situation der Zielgesellschaft bzw. den betreffenden Verwaltungsräten, diese Vermutung zu widerlegen. Empfehlung der UEK vom 17.5.2002, i.S. Think Tools (E. 6.3.); Empfehlung der UEK vom 30.6.2004, i.S. Scintilla (E. 6.2.2.2), Empfehlung der UEK vom 29.8.2006, i.S. Agie (E. 6.2.2.2); Glatthaar (2007), S. 126.

2574 Nach der Praxis der UEK haben alle Mitglieder des Verwaltungsrates, die eine Verbindung zum Anbieter haben, weil sie mit diesem eine Vereinbarung über den Verbleib im Verwaltungsrat oder über eine Abgangsentschädigung getroffen haben oder auf Antrag des Anbieters in den Verwaltungsrat gewählt worden sind, einen Interessenkonflikt; vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group; Empfehlung der UEK vom 31. März 2006 i.S. Leclanché (E.6.3.2). Im Weiteren geht die UEK von der Vermutung aus, dass sämtliche Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt haben, falls die Anbieterin bereits Mehrheitsaktionärin der Zielgesellschaft ist, da die betreffenden Mitglieder letztlich alle von der Anbieterin gewählt worden sind. Diese Vermutung kann allerdings widerlegt werden; Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E.6.2.2.2); Empfehlung der UEK vom 6. April 2006 i.S. Generali (E.6.2.2.2); vgl. zu den möglichen Konstellationen von Interessenkonflikten für den Verwaltungsrat Margiotta (2005), S. 140 ff.

2575 Empfehlung der UEK vom 12. Oktober 2007 i.S. Henniez (E.7.3.3); Kritisch zu dieser Vermutung Daeniker (2005), S. 121; Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.2.1); Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.6.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group; Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.7.3.2); Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.9.3.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Oktober 2003 i.S. SC Turnaround Invest AG; vgl. Tschäni (2003a), S. 362; Tschäni/Diem (2008), S. 105; von der Crone (2000b), S. 170; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 196; Harris (2005), S. 154 f.; Glatthaar (2007), S. 215.

teressenkonflikt beseitigen[2576]. In der Praxis wurden zum Umgang mit derartigen Interessenkonflikten verschiedene Massnahmen entwickelt, die von der Übernahmekommission – je nach konkreter Situation – als genügend betrachtet werden[2577]:

– Ausstand von Mitgliedern mit Interessenkonflikten

  Die einfachste Massnahme im Umgang mit Interessenkonflikten ist, dass diejenigen Mitglieder, die einen Interessenkonflikt haben, sowohl bei der Beratung wie auch bei der Beschlussfassung über den Bericht des Verwaltungsrates zum Angebot bzw. zu anderen mit dem Angebot zusammenhängenden Fragen in den Ausstand treten[2578].

– Bildung eines Ausschusses neutraler Verwaltungsratsmitglieder

  Wenn mehrere Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt aufweisen[2579], so führt der Ausstand der betreffenden Mitglieder zu unpraktischen Lösungen, da der Verwaltungsrat bei allen Entscheiden in voller Besetzung tagen müsste, tatsächlich aber nur ein Teil der Mitglieder an Entscheiden im Zusammenhang mit dem Angebot mitwirken kann. In diesen Fällen ist es besser, wenn die neutralen Mitglieder einen Ad-hoc-Ausschuss des Verwaltungsrates bilden[2580], der unter Ausschluss der übrigen Verwaltungsratsmitglieder die Übernahme beurteilt und entsprechend über Abwehrmassnahmen sowie über den Bericht gemäss Art. 29 BEHG Beschluss fasst[2581]. Eine derartige Lösung ist allerdings nur möglich, solange mindestens zwei Verwaltungsratsmitglieder keine Interessenkonflikte aufweisen[2582]. Ist diese Voraussetzung nicht gegeben, weil nur noch ein Verwaltungsratsmitglied frei von Interessenkonflikten ist, so ist die Bildung eines Ausschusses bzw. der Entscheid durch das einzige verbleibende Mitglied nach der Praxis der Übernahmekommission nicht

---

2576 Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli (E. 6.2); Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Axxess Vision (E.7.2.2.1); Tschäni/Diem (2008), S. 105; Margiotta (2005), S. 160.

2577 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli; zu einer Übersicht über die entsprechenden Massnahmen Margiotta (2005), S. 160 ff.

2578 Vgl. Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 i.S. Atel; Empfehlung der UEK vom 21. März 2001 i.S. Selectra Group (E.6.2); Tschäni (2003a), S. 362; Margiotta (2005), S. 148 f. sowie S. 160 ff.; Glatthaar (2007), S. 115 ff.; Epper (2008), S. 205.

2579 Dieser Fall kann eintreten, wenn der Hauptaktionär ein Übernahmeangebot macht und bisher verschiedene Verwaltungsratsmitglieder auf seinen Vorschlag hin gewählt worden sind.

2580 Zur Bildung von Ad-hoc Ausschüssen: Jutzi (2008), S. 51, 142 ff.

2581 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB (E.7.2.2.1). Ein Beispiel für die Bildung eines derartigen Ausschusses findet sich z.B. in der Empfehlung der UEK vom 6. Oktober 2007 i.S. Unilabs (E.8.3) sowie in der Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E.6.2.2.2) sowie in der Empfehlung der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. Sarasin (E.8.2.2.2); Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2005 i.S. Gornergratbahn (E.6.2.3); Tschäni/Diem (2008), S. 105; Margiotta (2005), S. 149 f. sowie S. 162 ff.; Epper (2008), S. 205 f.

2582 Empfehlung der UEK vom 28. Juni 2005 i.S. Gornergratbahn (E.6.2.3).

möglich, da diese bei einem Verwaltungsrat, der sich aus mehreren Personen zusammensetzt, verlangt, dass auch im Falle eines Interessenkonfliktes ein kollektiver Entscheid vorliegt, was mindestens die Teilnahme von zwei Personen voraussetzt[2583]. Dies zwingt den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in einer derartigen Situation, ein Gutachten Dritter bzw. eine Fairness Opinion einzuholen und seinen Entscheid auf dieses Gutachten abzustützen.

– Gutachten Dritter / Fairness Opinion

Wenn alle Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt aufweisen[2584] oder nur noch ein einziges konfliktfreies Mitglied vorhanden ist[2585], so führen die Ausstandsregeln bzw. die Bildung eines Ausschusses nicht zum Ziel. In diesem Fall kann der Verwaltungsrat seinen Interessenkonflikt nur noch dadurch bewältigen, dass er von einem neutralen Dritten eine Fairness Opinion zum Angebot erstellen lässt[2586] und seine Beurteilung auf dieses Gutachten abstellt[2587].

4.1.5 Empfehlung des Verwaltungsrates

Kernstück des Berichtes des Verwaltungsrates ist die Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zum Angebot[2588]. Über diese Empfehlung entscheidet der Verwaltungsrat gemäss Art. 713 OR mit einfacher Mehrheit. Besteht bezüglich der Empfehlung eine Meinungsdifferenz zwischen Mehrheit und Minderheit im Verwaltungsrat, so richtet sich der Bericht allein nach dem Mehrheitsentscheid; die Meinung der Minderheit muss im Bericht des Verwaltungsrates nicht als „Minority Opinion" erwähnt werden[2589]. Gemäss

---

2583 Vgl. Empfehlung i.S. Scintilla vom 30. Juni 2004 (E.6.2.2.3); vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Pharma Vision (E.7.2.2.3); Margiotta, Interessenkonflikte, S. 163 f.; m.E. ist diese Praxis unrichtig, da das Aktienrecht auch Verwaltungsräte mit nur einem Mitglied zulässt und es deshalb auch beim Vorliegen von Interessenkonflikten genügen muss, dass ein einzelnes Mitglied frei von Interessenkonflikten entscheidet. Immerhin gewährt die UEK von dieser Praxis Ausnahmen, wenn der Umstand, dass nur noch ein einziger Verwaltungsrat entscheiden kann, aus sachlichen Gründen nicht zu einem Problem für die Minderheitsaktionäre führt: Empfehlung der UEK vom 8. Juli 2008 i.S. 4M, im konkreten Fall musste der einzige Verwaltungsrat zu einer Sanierung Stellung nehmen, deren Notwendigkeit bereits von der Revisionsgesellschaft der Zielgesellschaft bestätigt worden war.

2584 Vgl. für ein Beispiel einer derartigen Situation: Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 25. September 2006 i.S. Acorn (E.7.2), Empfehlung der UEK vom 4. Dezember 2006 i.S. Mövenpick (E.6.2.2.2.2);.

2585 Empfehlung vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E.6.2.2.2.3); Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appétit Group (E.6.2.2); Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Axxess Vision (E.7.2.2.2); Tschäni/Diem (2008), S. 105.

2586 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Februar 2004 i.S. Optic-Optical Technology Investments; Tschäni (2003a), S. 362; von der Crone (2000b), S. 170 f.

2587 Vgl. für eine derartige Situation die Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E.4.2); Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2005 i.S. EIC (E.5.2.6); Tschäni/Diem (2008), S. 106; Margiotta, Interessenkonflikte, S. 164; Glatthaar (2007), S. 120.

2588 Böckli (2004), S. 719; Zobl (1997), S. 64.

2589 Harris (2005), S. 168; Glatthaar (2007), S. 178.

Art. 30 Abs. 4 UEV muss aber immerhin das Abstimmungsverhältnis angegeben werden[2590].

4.1.5.1 Die Handlungsalternativen des Verwaltungsrates

Der Verwaltungsrat kann in seiner Stellungnahme den Aktionären entweder empfehlen, das Angebot anzunehmen oder zurückzuweisen[2591]. Er kann sich aber gemäss Art. 30 Abs. 3 UEV auch auf eine neutrale Position zurückziehen und auf eine Empfehlung verzichten[2592]. In diesem Fall muss der Verwaltungsrat aber die Vor- und Nachteile des Angebotes aus seiner Sicht darlegen[2593].

Der Verwaltungsrat muss seine Stellungnahme begründen, wobei er gemäss Art. 30 Abs. 4 UEV alle wesentlichen Elemente darstellen muss, die seine Stellungnahme beeinflusst haben[2594], sodass der Entscheid für die Aktionäre nachvollziehbar ist[2595]. Er sollte dabei im Sinne der vorne in Ziff. III.K.2.2 dargestellten Interessenabwägung die Interessen des Unternehmens, der Aktionäre sowie der weiteren Stakeholder darstellen und erklären, wie er diese Faktoren bei seinem Entscheid berücksichtig hat. Da für die Aktionäre aber letztlich das Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Angebotspreis entscheidend ist, liegt der Schwerpunkt der Begründung normalerweise in der Gegenüberstellung von Angebotspreis einerseits und Wert bzw. Wertpotential des Unternehmens andererseits[2596]. Soweit bei einem Tauschangebot der Wert der zum Tausch angebotenen Effekten durch die Integration der Zielgesellschaft beeinflusst wird, muss der Verwaltungsrat natürlich auch Aussagen über den Wert des kombinierten Unternehmens bzw. über die aus eigener Sicht möglichen

---

2590 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 94.

2591 Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium (E.14.2.1): Im konkreten Fall lehnte der Verwaltungsrat das Angebot zunächst ab, empfahl es nach einer Erhöhung des Angebotspreises dann aber zur Annahme. Bahar (2004), S. 267 f.; ein Beispiel einer ablehnenden Stellungnahme findet sich in der Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.7.3).

2592 Art. 30 Abs. 2 UEV; Glatthaar (2007), S. 173 ff. Kritisch zu dieser Möglichkeit Zobl (1997), S. 64; vgl. auch Werlen (2001), S. 195. Der Verzicht auf eine Empfehlung ist m.E. aber oft sinnvoll; er empfiehlt sich insbesondere, wenn sämtliche Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt haben. Eine neutrale Stellungnahme ist aber auch dann geboten, wenn die Zielgesellschaft in einem Auktionsverfahren steht, da es in einer derartigen Situation nicht sinnvoll ist, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ein Angebot empfiehlt, gleichzeitig aber auf ein höheres Angebot wartet, vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 58 f., unter Bezugnahme auf die Fälle Leica und Forbo; eine ähnliche Situation ergab sich 2006/2007 bei SIG: vgl. dazu Empfehlung XII der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. SIG (E.1.2.1.2).

2593 Ein Beispiel einer derartigen neutralen Stellungnahme findet sich in der Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Swiss Steel AG; Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E6.3.2), wobei dem Verwaltungsrat in diesem Fall eine negative Fairness Opinion vorlag, welche die Unangemessenheit des Angebotes bestätigte.

2594 Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.1.1) mit Beispiel einer entsprechenden Begründung; vgl. Tschäni (2003a), S. 361; Tschäni/Iffland (2002), S. 202; Frauenfelder (2001), S. 73 f.; Werlen (2001), S. 197 f.; vgl. zu den Überlegungen, die sich der Verwaltungsrat machen muss Homburger ZK N. 991 ff. zu Art. 717 OR.

2595 Bahar (2004), S. 269 f.

2596 Ein Beispiel einer derartiger Argumentation wird in Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009 i.S. Harwanne (E.2.3) erwähnt; vgl. Homburger ZK N. 994 zu Art. 717 OR; Glatthaar (2007), S. 159 ff.

Synergien machen.[2597]. Der Verwaltungsrat wird daher die Ablehnung des Angebotes vor allem damit begründen, dass der Wert des Unternehmens höher ist als der angebotene Preis, und darstellen, dass der Verwaltungsrat selbst durch die konsequente Verfolgung seiner Strategie bzw. durch zusätzliche Massnahmen eine höhere Wertsteigerung herbeiführen wird[2598]. Empfiehlt der Verwaltungsrat dagegen ein Angebot zur Annahme, so wird er darlegen, dass der angebotene Preis den durch eigene Massnahmen erreichbaren Unternehmenswert vollständig reflektiert bzw. übertrifft.

4.1.5.2 Gutachten Dritter / Fairness Opinion

4.1.5.2.1 Keine Pflicht zur Einholung von Drittgutachten

Sofern nicht ein Interessenkonflikt vorliegt, der nur durch ein Drittgutachten gelöst werden kann ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht verpflichtet, für seine Entscheidung Drittgutachten beizuziehen[2599]. Heute hat es sich in der Praxis allerdings eingebürgert, dass der Verwaltungsrat seine Sorgfalt bei der Evaluation eines Angebotes auch dann durch die Einholung eines Gutachtens einer reputierten Revisionsgesellschaft oder Investment-Bank dokumentiert, wenn ihn die vorne dargestellten Regeln über Interessenkonflikte nicht zur Einholung eines derartigen Gutachtens zwingen[2600].

Gerade wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ein Angebot zur Annahme empfiehlt, stützt er sich heute fast immer auf eine „Fairness Opinion“ ab, in der eine Investment-Bank oder Revisionsgesellschaft bestätigt, dass das Angebot „fair“ ist, d.h. der angebotene Preis dem Wert des Unternehmens angemessen ist[2601]. Da der Verwaltungsrat mit einer positiven Empfehlung zugunsten eines Angebotes die Aktionäre der Zielgesellschaft zum Verkauf ihrer Aktien und damit zu einer allenfalls ungünstigen Vermögensdisposition bewegt, hat er in den meisten Fällen das Bedürfnis, seinen Entscheid durch eine derartige Fairness Opinion objektiv abzustützen[2602].

2597 Vgl. dazu Bericht des Verwaltungsrates der Converium zum Angebot der Scor vom 12. April 2007, wo der Zusammenschluss negativ beurteilt wurde; Glatthaar (2007), S. 160.

2598 Vgl. die Argumentation der Bank Linth, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth; Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli (E.6.3); Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.7.3); vgl. Harris (2005), S. 184; Glatthaar (2007), S. 166 ff.

2599 Romerio (2005), S. 44; Harris (2005), S. 143; von der Crone (2000b), S. 168, der betont, dass es wünschbar wäre, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft ihren Entscheid aufgrund der vom Anbieter und der Gesellschaft unmittelbar zur Verfügung gestellten Informationen fällen und nicht mittelbar aufgrund einer Würdigung dieser Informationen durch eine Investment Bank, die eine Fairness Opinion erstellt. Wie in Ziff. III.K.4.1.4.4 gezeigt, ist nach der Praxis der UEK ein Drittgutachten allerdings dann notwendig, wenn aufgrund von Interessenkonflikten nicht mindestens zwei konfliktfreie Verwaltungsratsmitglieder über die Stellungnahme des Verwaltungsrates entscheiden können.

2600 Vgl. Tschäni/Diem (2008), S. 107 f.; Harris (2005), S. 143 f.; vgl. Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 197 f.; vgl. zu den Motiven, eine Fairness Opinion einzuholen: von der Crone (2005), S. 2 f.

2601 Tschäni (2003a), S. 361.

2602 Vgl. von der Crone (2005), S. 2 f.

Ein Bewertungsgutachten kann aber auch bei der Ablehnung oder bei einer neutralen Beurteilung eines Angebotes verwendet werden, wenn der Drittgutachter zum Schluss kommt, dass das Angebot den Wert der Zielgesellschaft nicht vollumfänglich reflektiert[2603]. Bei einer Ablehnung bzw. einer neutralen Stellungnahme sind Fairness Opinions allerdings deutlich seltener, da in diesem Fall der Aktionär nicht zu einer irreversiblen Disposition, d.h. zum Verkauf seiner Aktien, aufgefordert wird. Die Einholung eines Gutachtens, in dem der Gutachter Aussagen über den Wert des Unternehmens und die Angemessenheit des Angebotspreises macht[2604], befreit den Verwaltungsrat allerdings nicht von der Verpflichtung, seine Empfehlung an die Aktionäre mit eigenen Argumenten zu begründen. Er kann deshalb bei seiner Empfehlung nicht allein auf das betreffende Gutachten verweisen, sondern muss – basierend auf dem Gutachten – seine eigene Beurteilung abgeben[2605].

4.1.5.2.2 Anforderungen an den Gutachter

Eine Fairness Opinion kann gemäss Art. 30 Abs. 6 UEV nur von einer Person erstellt werden, die besonders befähigt ist. Nach der Praxis der Übernahmekommission bedeutet dies, dass der Ersteller der Fairness Opinion die Anforderungen erfüllen muss, die an eine Prüfstelle gestellt werden. Derartige Gutachten können daher nur von Effektenhändlern bzw. von von der FINMA anerkannten Revisionsstellen erstellt werden[2606]. Immerhin kann aber auch eine ausländische Investment- Bank oder Revisionsgesellschaft eine Fairness Opinion erstellen, wenn sie einer der schweizerischen Aufsicht gleichwertigen Beaufsichtigung unterstellt ist[2607].

4.1.5.2.3 Neutralität des Gutachters

Eine Fairness Opinion kann nur dann Basis für eine Entscheidung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft sein, wenn der Ersteller der Fairness Opinion im Rahmen der betreffenden Übernahme selbst keine Interessenkonflikte aufweist[2608]. Der Ersteller der Fairness Opinion muss gemäss Art. 30 Abs. 6 UEV daher vom Anbieter, von der Zielgesellschaft und von allen Personen unabhängig sein, die in gemeinsamer Absprache mit Anbieter oder Zielgesellschaft handeln. Aufgrund dieses Unabhängigkeitserfordernisses kann insbe-

---

2603 Zu einer derartigen Situation kam es z.B. beim Angebot der Diperdana Holdings an die Aktionäre der Pelikan Holding AG; wie in der Empfehlung der UEK vom 4. März 2005 i.S. Pelikan (E.6.2 und 6.3) beschrieben, bestätigte der neutrale Gutachter, dass das betreffende Tauschangebot unangemessen sei, worauf der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf eine Empfehlung verzichtete und nur in neutraler Weise Vor- und Nachteile des Angebotes darstellte.

2604 Zum Begriff und Inhalt der Fairness Opinion vgl. Margiotta, Interessenkonflikte, S. 64; Bucher/Bucher (2005), S. 155 ff.

2605 Empfehlung der UEK vom 21. April 1998 i.S. Pirelli (E.2); Harris (2005), S. 144.

2606 Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2002, i.S. Michelin (E.4.3); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.7.3); Tschäni/Diem (2008), S. 108.

2607 Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2002 i.S. Michelin (E.4.3); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.7.2.1).

2608 Margiotta, Interessenkonflikte, S. 166 f.; Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.6.3); Glatthaar (2007), S. 131 ff.

sondere der Financial Advisor, der die Zielgesellschaft bei der Transaktion beraten oder unterstützt hat, keine Fairness Opinion erstellen, da der Financial Advisor aufgrund seiner vom Erfolg der Transaktion abhängigen Entschädigung nicht neutral sein kann[2609]. Die Prüfstelle kann ebenfalls keine Fairness Opinion abgeben, da sie trotz ihrer grundsätzlichen Neutralität privatrechtlich dem Anbieter verpflichtet ist[2610]. Dagegen kann die Revisionsstelle der Zielgesellschaft eine Fairness Opinion abgeben, da sie schon aus gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen neutral sein muss.

Die Übernahmekommission hat die heute in Art. 30 Abs. 6 UEV festgehaltenen Grundsätze über die Unabhängigkeit der Erstellerin der Fairness Opinion zwar an den Fällen entwickelt, in denen eine Fairness Opinion eingeholt wurde, weil ein Teil der Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft einen Interessenkonflikt hatte[2611]. Das Unabhängigkeitserfordernis muss im Sinne des Anlegerschutzes aber auch für alle anderen Fälle gelten, in denen die Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft auf einer Fairness Opinion basiert, da der Verwaltungsrat dadurch, dass er sich auf einer Fairness Opinion abstützt, bei den Aktionären selbst die Erwartung weckt, dass dieses Gutachten von einer neutralen Person erstellt worden ist[2612].

4.1.5.2.4 Inhalt der Fairness Opinion

Zentrales Element einer Fairness Opinion ist die Bewertung der Gesellschaft, die der Gutachter dann dem Angebotspreis gegenüberstellt[2613]. Zur Erstellung dieser Bewertung lässt sich der Drittgutachter normalerweise von der Zielgesellschaft sämtliche für die Bewertung relevanten Informationen offenlegen und berechnet dann auf der Basis dieser Informationen den Wert des Unternehmens. Typischerweise wird der Gutachter für diese Bewertung verschiedene Bewertungsmethoden zur Anwendung bringen, wie insbesondere die Discounted-Cash-Flow-Methode und die Multiplikatormethode, bei der die Umsatz-, EBITDA-, EBIT- und Gewinnmultiples vergleichbarer kotierter Unternehmen ermittelt und auf die entsprechenden Grössen der Zielgesellschaft angewendet werden[2614]. Zusätzlich werden aber häufig auch noch die bei vergleichbaren Übernahmetransaktionen erzielten Preise beigezogen, um die

---

2609 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group; vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E.6.2); Tschäni/Diem (2008), S. 108.

2610 Empfehlung der UEK vom 17. Mai 2002, i.S. Think Tools (E.6.3).

2611 Empfehlung der UEK vom 15. Oktober 2002 i.S. UDT (E.6.2); Empfehlung der UEK vom 17. Mai 2002 i.S. Think Tools (E.6.3); Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2002 i.S. Michelin (E.4.3); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E.7.2.1).

2612 A.M. Glatthaar (2007), S. 229, der davon ausgeht, dass es bei der freiwillig eingeholten Fairness Opinion genügt, wenn die Interessenkonflikte des Gutachters im Bericht des Verwaltungsrates offengelegt werden; m.E. wird dies der Rolle, die der Fairness Opinion in der Praxis zukommt, jedoch nicht gerecht; das Vertrauen, das die Aktionäre üblicherweise in eine Fairness Opinion legen, verlangt eine vollständige Unabhängigkeit.

2613 Glatthaar (2007), S. 235.

2614 Vgl. zu einem Überblick der verwendeten Methoden Gantenbein/Gehrig (2007), S. 602 ff. sowie das unten erwähnte Gutachten von Lombard Odier Darier Hentsch.

Bewertung in einer Übernahmesituation darzustellen[2615]. Aufgrund dieser Bewertungsmethoden wird der Ersteller des Gutachtens eine Bandbreite von Bewertungen ermitteln und diese mit dem Angebotspreis vergleichen[2616]. Vor dem Hintergrund dieses Vergleiches kann er dann den Schluss ziehen, dass das Angebot „fair" ist, wenn der Angebotspreis in diesem Rahmen liegt, oder ungenügend ist, falls der Angebotspreis die errechneten Bewertungen unterschreitet[2617].

4.1.5.2.5 Offenlegung der Fairness Opinion

Soweit sich der Verwaltungsrat bei seinem Entscheid auf eine Fairness Opinion stützt, wird diese Fairness Opinion Bestandteil des Berichtes des Verwaltungsrates und muss dementsprechend gemäss Art. 30 Abs. 5 UEV zusammen mit dem Bericht veröffentlicht werden[2618]. Dieses Veröffentlichungsgebot ist sachgerecht, da die Fairness Opinion ein wesentliches Element ist, das die Stellungnahme des Verwaltungsrates beeinflusst. Gerade bei freundlichen Übernahmen ist die Aussage in der Fairness Opinion, dass der den Aktionären gebotene Preis „fair" ist, meist die zentrale Begründung für eine positive Empfehlung des Verwaltungsrates, weshalb es den Aktionären der Zielgesellschaft tatsächlich nur bei Offenlegung der Fairness Opinion möglich ist, die Entscheidung des Verwaltungsrates nachzuvollziehen.

Nach der Praxis der Übernahmekommission darf sich eine Fairness Opinion, die publiziert wird, aber nicht nur auf die Feststellung beschränken, dass das Angebot „fair" bzw. ungenügend ist, sondern muss darlegen, auf welchen Grundlagen der Ersteller der Fairness Opinion zu diesem Schluss gekommen ist[2619]. Konkret müssen die Bewertungsmethoden sowie die Grundlagen der Bewertung, wie z.B. die erwarteten Cashflows, Diskontierungssätze, Vergleichstransaktionen und historischen Kurse offengelegt werden[2620]. Da die zu publizierende Fairness Opinion aufgrund dieser Vorgaben sehr umfangreich wird, muss sie allerdings nicht im Bericht des Verwaltungsrates selbst publiziert werden. Es genügt, wenn das Ergebnis der Abklärung im Bericht des Verwal-

---

2615 Zu den einzelnen Bewertungsmethoden Glatthaar (2007), S. 236 ff.

2616 Vgl. Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.10.3 mit Erwähnung der von PricewaterhouseCoopers berechneten Bandbreite).

2617 Ein Beispiel einer Fairness Opinion mit detaillierter Darlegung der Methoden ist das Gutachten der Lombard Odier Darier Hentsch vom 10. September 2004 i.S. Bon Appétit Group AG.

2618 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appétit Group (E.6.2.5); Tschäni/Diem (2008), S. 109. Von der Crone (2000b), S. 168; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 198. Die Pflicht zur Veröffentlichung besteht unabhängig davon, ob die betreffende Fairness Opinion aufgrund einer Interessenkonfliktsituation eingeholt werden muss oder ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft diese freiwillig eingeholt hat; von der Crone (2005), S. 6.

2619 Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E.3.9); Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit (E.6.3); Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute (E.8.4); von der Crone (2005), S. 5 f.

2620 Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E.10.3); Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC Electricity SA; ein Beispiel einer derartigen ausführlichen Fairness Opinion ist diejenige von Lombard Odier Darier Hentsch vom 10. September 2004 i.S. Bon Appétit Group; Tschäni/Diem (2008), S. 109; von der Crone (2000b), S. 168; Iffland/Vaisy (2000), S. 135; Romerio (2005), S. 45 ff.; Glatthaar (2007), S. 238 ff.

tungsrates festgehalten und die Fairness Opinion auf der Website der Zielgesellschaft eingesehen werden kann[2621].

Die Offenlegung der für die Fairness Opinion verwendeten Bewertungsgrundlagen ist in der Literatur zum Teil umstritten, da auf diese Weise einerseits wesentliche Informationen über das Unternehmen offengelegt werden und sich der Ersteller der Fairness Opinion andererseits aber auch durch die Bekanntgabe seiner Methoden und Annahmen exponieren muss[2622]. M.E. ist die Offenlegung der Bewertungsmethoden und ihrer Grundlagen aber unabdingbar dafür, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft tatsächlich einen informierten Entscheid über Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes treffen können. Nur die kritische Betrachtung der Faktoren, die zur Bewertung führen, lässt einen Schluss darüber zu, wie hoch der Wert der Zielgesellschaft tatsächlich ist bzw. welcher Angebotspreis dementsprechend angemessen ist. Die detaillierte Offenlegung von Grundlagen und Methoden der Bewertung führt m.E. auch nicht zu einer Verschärfung der Haftungssituation für den Ersteller der Fairness Opinion: Indem er die Methoden und Grundlagen seiner Bewertung offenlegt, ermöglicht er den Aktionären der Zielgesellschaft vielmehr ein kritisches Urteil über sein Gutachten. Daher können die Aktionäre der Zielgesellschaft bei einer vollständigen Publikation der Fairness Opinion später auch nicht behaupten, dass sie der Aussage, das Angebot sei „fair", blind gefolgt und sich nicht klar darüber gewesen seien, auf welchen Grundlagen und Annahmen diese Beurteilung basiert habe. Letztlich wird mit der Offenlegung der Grundlagen der Fairness Opinion die Verantwortung für den Entscheid über das Angebot zu einem grossen Teil wieder an die Aktionäre der Zielgesellschaft zurückdelegiert.

4.1.6 Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates

Der Bericht des Verwaltungsrates muss gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHG veröffentlicht werden[2623]. Gemäss Art. 33 UEV ist der Bericht des Verwaltungsrates in Deutsch und Französisch zu veröffentlichen, wobei in der Praxis normalerweise auch eine englische Version veröffentlicht wird. Die französische und die deutsche Version sind gleichwertig, weshalb der Verwaltungsrat nicht eine Sprachversion als massgebend erklären kann, um Widersprüche zu vermeiden, sondern dafür sorgen muss, dass die verschiedenen Sprachversionen tat-

---

2621 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 184, die ein Beispiel eines derartigen Verweises wiedergeben.

2622 Vgl. Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 197; Romerio (2005), S. 46, tritt für die ursprüngliche kurze Form der Fairness Opinion ein, wenn diese von einem unabhängigen Spezialisten erstellt wird, der mit Reputation und Vermögen für die Richtigkeit seines Gutachtens einstehe. M.E. zeigt die Praxis allerdings, dass erst die Offenlegung der Bewertungsgrundlagen die Fairness Opinion nachvollziehbar macht und damit den Gutachter zwingt, den vorhandenen, grossen Ermessensspielraum nicht allein im Sinne der Absichten der Zielgesellschaft auszunutzen. Die Vorstellung, dass der Ersteller der Fairness Opinion mit „seinem Vermögen" für die Richtigkeit der Fairness Opinion einsteht, ist m.E. nicht realistisch, da einerseits bei Fairness Opinions weitgehende Disclaimers angebracht werden und andererseits eine Haftung für eine Fairness Opinion kaum je in Frage kommt, da die Bewertung grösstenteils auf der Einschätzung zukünftiger Entwicklungen basiert und damit der Ermessensbereich des Gutachters äusserst gross ist, was eine Haftung normalerweise von vornherein ausschliesst.

2623 Glatthaar (2007), S. 244.

sächlich inhaltlich identisch sind[2624]. Sollten Differenzen zwischen den beiden Versionen bestehen, so muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft diesen Widerspruch in einer Ergänzung seines Berichtes richtigstellen; im Gegensatz zum Angebotsprospekt gilt nicht einfach die für die Aktionäre günstigere Version, da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht – im Gegensatz zum Anbieter im Angebotsprospekt – keine Leistungen verspricht, sondern in wahrer und vollständiger Weise über Tatsachen informieren muss[2625].

Zur Publikation hat die Zielgesellschaft folgende Möglichkeiten:

4.1.6.1 Veröffentlichung im Angebotsprospekt

Der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft kann gemäss Art. 33 Abs. 1 UEV direkt im Angebotsprospekt veröffentlicht werden. Diese Art der Veröffentlichung ist aber nur bei „freundlichen" Angeboten üblich, bei denen sich Anbieter und Zielgesellschaft vorgängig auf die Modalitäten der Übernahme geeinigt haben und der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dem Angebot positiv oder mindestens neutral gegenübersteht[2626]. Sind diese Voraussetzungen nicht gegeben, so wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dagegen einen separaten Bericht erstellen, dies allein schon, um etwas mehr Zeit für Abwehrmassnahmen zu gewinnen, da die Karenzfrist von zehn Börsentagen nur wegfällt, wenn der Bericht der Zielgesellschaft im Angebotsprospekt selbst veröffentlicht wird[2627].

4.1.6.2 Selbständige Veröffentlichung

Wird der Bericht des Verwaltungsrates nicht im Angebotsprospekt selbst veröffentlicht, so muss dieser Bericht gemäss Art. 33 Abs. 2 UEV spätestens am 15. Börsentag nach Veröffentlichung des Angebotprospektes publiziert werden[2628]. Wie der Angebotsprospekt muss der Bericht des Verwaltungsrates in mindestens zwei Zeitungen und in zwei elektronischen Medien, die Börsenin-

---

2624 Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.1.4).

2625 Vgl. Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica; Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse; Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.1.4), mit Hinweisen auf Übersetzungsfehler im konkreten Fall.

2626 Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.8.1.3); Tschäni/Iffland (2002), S. 201 ff. mit entsprechenden Formulierungsbeispielen; Bahar (2004), S. 271; Harris (2005), S. 175; ein Beispiel, in dem eine ablehnende Stellungnahme zusammen mit dem Prospekt veröffentlicht wurde, findet sich in der Empfehlung der UEK vom 27. April 2005 i.S. Mach Hitech (E.7.3 und 8).

2627 Dazu im Einzelnen Ziff. III.G.1.1 vorne.

2628 Empfehlung der UEK vom 12. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.1.1); Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.1.1); Wey/Huber (2001), S. 145; Zobl (1997), S. 63; Frauenfelder (2001), S. 82; Harris (2005), S. 175. Diese Frist kann allerdings verlängert werden, wenn die UEK noch nicht über das Angebot des Anbieters entschieden hat oder der Anbieter eine Empfehlung der UEK zum Inhalt des Angebotes abgelehnt hat und daher auch die Karenzfrist verlängert worden ist; Empfehlung der UEK vom 22. November 2006 i.S. SIG (E.1); Empfehlung der UEK vom 30. November 2006 i.S. SIG (E.2).

formationen verbreiten, veröffentlicht werden[2629]. Die Zustellung an die elektronischen Informationsdienstleistern muss dabei nach Börsenschluss und mindestens 90 Minuten vor Handelsbeginn erfolgen[2630], damit die Marktteilnehmer diese Informationen vor der Aufnahme des Börsenhandels verarbeiten können.

Die Veröffentlichung in den Zeitungen muss am gleichen Tag erscheinen wie die elektronische Bekanntgabe[2631]. Diese Publikation kann sich gemäss Art. 33 Abs. 3 UEV auch auf eine kurze Zusammenfassung beschränken[2632]. In diesem Fall müssen aber einerseits eine Internetadresse mit dem gesamten Bericht und andererseit der Ort angegeben werden, an dem die Aktionäre der Zielgesellschaft den Bericht kostenlos beziehen können[2633].

4.1.7 Zusatzbericht bei Änderungen des Angebotes

Ändert der Anbieter sein Angebot, so muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gemäss Art. 34 UEV innert acht Börsentagen einen zusätzlichen Bericht veröffentlichen, in dem er zu den geänderten Bedingungen Stellung nimmt[2634]. Dieser Bericht kann wesentlich kürzer sein als der ursprüngliche Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, da dieser nicht mehr auf das gesamte Angebot, sondern nur noch auf die Änderungen eingehen muss[2635]. Hat der Anbieter beispielsweise den Preis erhöht, nachdem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem ursprünglichen Bericht festgehalten hat, dass dieser ungenügend ist, so genügt es, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem zusätzlichen Bericht festhält, dass der Preis nun dem Wertpotential der Gesellschaft entspricht, oder aber feststellt, dass dieser immer noch ungenügend ist.

4.1.8 Nachführungspflicht des Verwaltungsrates

Wenn der Zielgesellschaft nach der Publikation ihres Berichtes Informationen zukommen, die gemäss Art. 30 ff. UEV im Bericht des Verwaltungsrates veröffentlicht werden müssen, so muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft diese neuen Informationen gemäss Art. 30 Abs. 1 UEV in einem zusätzlichen Bericht veröffentlichen, der in der gleichen Art publiziert werden muss wie der

---

2629 Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.8.1.2); Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.1.2); Bernet (1998), S. 268; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 201.

2630 Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009 i.S. Harwanne (E.1).

2631 Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009 i.S. Harwanne (E.1)

2632 Thévenoz (2009), S. 36.

2633 Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 10 zu Art. 29 BEHG; Zobl (1997), S. 63.

2634 Empfehlung der UEK vom 4. Januar 2007 i.S. Bank Linth (E.8.1.1); Empfehlung der UEK vom 12. Juni 2006 i.S. Atel (E.1.1); Empfehlung der UEK vom 22. März 2005 i.S. Forbo (E.2); Böckli (2004), S. 719; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 11 zu Art. 29 BEHG; Werlen (2001), S. 203; Glatthaar (2007), S. 66 f.

2635 Empfehlung der UEK vom 31. August 2005 i.S. Leica (E.1.1); Tschäni (2003a), S. 363; Frauenfelder (2001), S. 90; Glatthaar (2007), S. 67.

bisherige Bericht[2636]. In diesem Sinne hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bezüglich seines Berichtes eine „Nachführungspflicht", die bis zum Ende der Angebotsfrist gilt[2637].

Die Nachführungspflicht wird insbesondere dann ausgelöst, wenn es zu neuen wirtschaftlichen Entwicklungen bei der Zielgesellschaft kommt, die für die Entscheidungen der Aktionäre, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen, wesentlich sind[2638]. In diesem Sinne sind insbesondere neue Halbjahres- oder Quartalsergebnisse zu veröffentlichen, aber auch der Erhalt wesentlicher Aufträge oder der Eingang von Klagen mit hohem Streitwert sowie andere Vorkommnisse, die zu erheblichen Veränderungen in der Profitabilität oder Vermögenslage des Unternehmens führen[2639]. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss aber auch einen zusätzlichen Bericht veröffentlichen, wenn Aktionäre, die über 5% der Aktien halten, bekanntgeben, dass ihre Absichten in Bezug auf das Angebot nicht mehr mit den im ursprünglichen Bericht des Verwaltungsrates dargestellten Absichten übereinstimmen[2640].

Der Verwaltungsrat hat aber auch bezüglich seiner eigenen Absichten eine Nachführungspflicht, falls die betreffenden Absichten einen Einfluss auf das Angebot bzw. die Bewertung der Gesellschaft haben und deshalb im Bericht des Verwaltungsrates publiziert werden müssen. In diesem Sinne muss der Verwaltungsrat allfällige Strategieänderungen der Zielgesellschaft bekanntgeben, die sich auf ihre Ertragslage auswirken können. Das Gleiche gilt auch, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft seine Absichten bezüglich der Abwehrmassnahmen, die er im ursprünglichen Bericht bekanntgegeben hat, ändert, weil er beispielsweise auf eine bestimmte in diesem Bericht bekanntgegebene Massnahme verzichtet[2641]. Die Nachführungspflicht wird aber auch dann ausgelöst, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft erst nach Publikation seines Berichtes mit dem Anbieter eine Vereinbarung über die weitere Anstellung von Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern bei der Zielgesellschaft trifft, da auch diese Information zwingend im Bericht des Verwaltungsrates aufgeführt werden muss[2642].

Die Nachführungspflicht des Verwaltungsrates überschneidet sich zum Teil inhaltlich mit der Ad-hoc-Bekanntgabepflicht gemäss Art. 72 KR, da einzelne

---

2636 Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009 i.S. Harwanne (E.2.7); Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.7.1.3); Empfehlung der UEK vom 27. April 2000 i.S. Big Star (E.1.2); vgl. dazu Tschäni/Iffland (2002), S. 206 f.; Frauenfelder (2001), S. 86; Harris (2005), S. 180 ff.

2637 Vgl. Wey/Huber (2001), S. 145; Bahar (2004), S. 279 f.; Fotiou (2004), S. 51; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 202; Glatthaar (2007), S. 68 f.

2638 Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.7.1.3).

2639 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. April 2005 i.S. Büro-Fürrer (E.7.1.3); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 202; Romerio (2005), S. 43; Glatthaar (2007), S. 69.

2640 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2006 i.S. Atel (E.7.4); Empfehlung der UEK vom 8. August 2005 i.S. Swiss Small Cap (E.5.1).

2641 Vgl. Frauenfelder (2001), S. 86 f.

2642 Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.2.2).

Informationen, die im Rahmen der Nachführungspflicht bekanntgegeben werden müssen, auch der Ad-hoc-Bekanntgabepflicht unterliegen[2643]. Die Nachführungspflicht geht aber auch in Fällen, in denen sich diese Pflichten überschneiden, über die Ad-hoc-Bekanntgabepflicht hinaus, da einerseits die Geheimhaltungsmöglichkeit bei der Nachführungspflicht gegenüber der Ad-hoc-Bekanntgabepflicht stark eingeschränkt ist[2644] und weil andererseits dieser Zusatzbericht in der gleichen Form veröffentlicht werden muss wie der ursprüngliche Bericht des Verwaltungsrates. Im Gegensatz zur Ad-hoc-Meldepflicht gemäss Art. 72 KR genügt die Bekanntgabe in elektronischen Medien nicht. Daher ist auch ein Ergänzungsbericht notwendig, wenn die betreffende Information bereits in einer Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurde.

4.1.9 Zusätzliche Äusserungen des Verwaltungsrates

Der Verwaltungsrat kann neben seinem formellen Bericht, den er gemäss Art. 29 BEHG abgeben muss, weitere Stellungnahmen zum Angebot veröffentlichen[2645]. Zielgesellschaften wenden sich in diesem Sinne häufig im Rahmen von Medien- bzw. Analystenkonferenzen oder auch in Inseraten an die Anleger, was gerade bei feindlichen Übernahmeversuchen Teil der Abwehrstrategie des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist[2646]. Bei derartigen zusätzlichen Mitteilungen hat der Verwaltungsrat aber folgende Grenzen zu beachten:

- Berücksichtigung der Formen der Stellungnahme des Verwaltungsrates und der Ad-hoc-Publizität

  Wenn es sich bei den Informationen, die der Verwaltungsrat zusätzlich veröffentlicht, um neue Informationen handelt, die für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft über das Angebot wesentlich sind und deshalb unter die Nachführungspflicht des Verwaltungsrates fallen, darf er es nicht bei der informellen Bekanntgabe bewenden lassen, sondern muss diese Informationen zusätzlich auch als Ergänzung zum ursprünglichen Bericht des Verwaltungsrates in der vorne dargestellten Form publizieren[2647]. Fallen die betreffenden Informationen auch unter die Ad-hoc-Publizität, muss die betreffende Medienmitteilung in den für die Ad-hoc-Publizität vorgeschriebenen Formen erfolgen[2648].

- Wahrheitsgebot

2643 Zu dieser im Einzelnen Ziff. III.K.4.5.

2644 Dazu vorne Ziff. III.K.4.1.3.2.

2645 Empfehlung der UEK vom 24.8.2005 i.S. Leica (E. 4.2.); Glatthaar (2007), S. 78.

2646 Vgl. z.B. die Medienmitteilungen von Sulzer und InCentive Capital im Zusammenhang mit dem Versuch der InCentive Capital, die Sulzer AG zu übernehmen, erwähnt mit Quellen bei Frauenfelder (2001), S. 87; Bahar (2004), S. 273 f.; Harris (2005), S. 120; vgl. bei Glatthaar (2007), S. 79, dargestellte Kommunikation der Bank Linth, die als Reaktion auf ein Übernahmeangebot der Glarner Kantonalbank erfolgte.

2647 Empfehlung der UEK vom 27.4.2000, i.S. Big Star; kritisch dazu Glatthaar (2007), S. 70.

2648 Vgl. Bahar (2004), S. 278.

Nach der Praxis der Übernahmekommission gilt das auf den Bericht des Verwaltungsrates anwendbare Wahrheitsgebot[2649] auch für die weiteren Verlautbarungen des Verwaltungsrates im Rahmen des Übernahmeverfahrens[2650]. Dementsprechend darf sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei allen Bemühungen, ein feindliches Angebot abzuwehren oder ein freundliches Angebot zu empfehlen, nie in rein propagandistische Aussagen versteigen; er muss im Sinne seiner Verpflichtung zu wahrer Information auch bei seinen späteren Verlautbarungen objektiv bleiben. Gibt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Ertragsprognosen bekannt oder macht er andere Voraussagen über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens, so muss er beachten, dass derartige Aussagen das Wahrheitsgebot verletzen, wenn sie in Anbetracht der im betreffenden Zeitpunkt sichtbaren Unternehmensdaten und Trends unvernünftig erscheinen. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft darf daher keine unrealistischen Gewinnprognosen verbreiten oder unrealistische Aussagen über das Wertsteigerungspotential der Gesellschaft machen, um die Ablehnung des Angebotes zu begründen[2651].

- Gleichbehandlung der Aktionäre bezüglich Information

  Gemäss Art. 717 Abs. 2 OR muss der Verwaltungsrat die Aktionäre der Gesellschaft gleich behandeln. Dies gilt auch bezüglich der Informationsvermittlung, weshalb der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft allen Aktionären die gleichen Informationen zukommen lassen muss und nicht einzelne Aktionäre bevorzugen darf[2652]. In diesem Sinne darf der Verwaltungsrat insbesondere nicht einzelnen Aktionären Informationen über unternehmensinterne Entwicklungen abgeben, die für die Beurteilung der Offerte des Anbieters wesentlich sind, sondern muss derartige Informationen im Rahmen seines Berichtes bzw. allenfalls im Rahmen eines entsprechenden Nachtrages zu seinem Bericht allen Aktionären zugänglich machen.

4.1.10 Prüfung des Berichtes durch die Übernahmekommission und Sanktionen

Die Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur Publikation eines Berichtes und die Einhaltung des Wahrheits- und Vollständigkeitsgebotes werden primär durch die Übernahmekommission durchgesetzt. Diese überprüft gemäss Art. 23 Abs. 3 BEHG auch den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Hinblick auf seine Übereinstimmung mit den massgeblichen gesetzlichen Bestimmungen, d.h. insbesondere, ob der

---

2649 Dazu Ziff. III.K.4.1.3.1 vorne.

2650 Empfehlung der UEK vom 27. April 2000 i.S. BigStar (E1.2). Im konkreten Fall hat die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft eine irreführende und in ihrem Wahrheitsgehalt unklare Pressemitteilung veröffentlicht; vgl. Wey/Huber (2001), S. 146; Glatthaar (2007), S. 79 ff.

2651 Vgl. Frauenfelder (2001), S. 88.

2652 Bahar (2004), S. 275 ff.; Glatthaar (2007), S. 155 ff.; vgl. dazu vorne Ziff. III.K.4.1.3.

Bericht vollständig und wahr ist[2653]. Kommt die Übernahmekommission zum Schluss, dass der Bericht des Verwaltungsrates nicht den gesetzlichen Vorgaben entspricht, so hält sie dies in einer Empfehlung fest und verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, eine entsprechende Ergänzung zu seinem Bericht zu veröffentlichen oder in schweren Fällen den gesamthaft korrigierten Bericht noch einmal zu publizieren[2654].

Die Pflicht zur Publikation eines Berichtes und das Wahrheits- und Vollständigkeitsgebot werden aber auch durch Strafsanktionen abgestützt. Gemäss Art. 42 BEHG werden die Verwaltungsratsmitglieder mit einer Busse von bis zu CHF 200'000 belegt, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den in Art. 29 BEHG vorgeschriebenen Bericht nicht publiziert oder in diesem Bericht unwahre oder unvollständige Angaben macht[2655]. Während diese Sanktion für sich betrachtet verständlich ist, da die Publikation des Berichtes für die Aktionäre der Zielgesellschaft von grosser Bedeutung ist, bleibt nicht ganz verständlich, weshalb die Verletzung des Vollständigkeits- und Wahrheitsgebotes im Angebotsprospekt nicht mit der gleichen Sanktion geahndet wird. Angebotsprospekt und Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bilden zusammen die Grundlage für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft und sind letztlich beide für die Aktionäre von gleich grosser Bedeutung, weshalb es auch sachlich richtig wäre, Pflichtverletzungen des Anbieters in Bezug auf den Angebotsprospekt mit den gleichen Strafsanktionen zu belegen wie Verfehlungen des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei der Abfassung seines Berichtes.

Macht der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht unwahre Angaben, welche den Entscheid der Aktionäre über die Annahme des Angebotes erheblich beeinflussen können, kann auch der Tatbestand der unwahren Angaben über kaufmännische Gewerbe im Sinne von Art. 152 StGB erfüllt sein[2656]. Zu einer Verletzung von Art. 152 StGB könnte es beispielsweise kommen, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die finanzielle oder geschäftliche Situation vorsätzlich wesentlich besser darstellt, als sie tatsächlich ist, um auf diese Weise die Aktionäre von einer Annahme des Angebotes abzuhalten.

4.2 Beschränkung der Abwehrmassnahmen

Das Börsengesetz schränkt in Art. 29 Abs. 2 BEHG die Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft insofern ein, als diese von der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung an bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses

---

2653 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas (E.4.1); Empfehlung der UEK vom 27. April 2000 i.S. BigStar; Frauenfelder (2001), S. 52 f.; Harris (2005), S. 255 f.; Glatthaar (2007), S. 268 ff.

2654 Vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.2.2.3) enthaltene Aufforderung zur Nachbesserung des Berichtes.

2655 Böckli (2004), S. 719; Bertschinger (1998), S. 329; Lütolf/Schindler (1998), S. 141; Wey/Huber (2001), S. 146; Werlen (2001), S. 244 ff.; Frauenfelder (2001), S. 201; Harris (2005), S. 264 ff.; Glatthaar (2007), S. 328 ff.; Nater (2000), S. 149 ff.

2656 Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 65; Harris (2005), S. 258.

keine Rechtsgeschäfte vornehmen darf, die Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändern[2657]. Mit dieser börsenrechtlichen Beschränkung der Abwehrmassnahmen soll verhindert werden, dass der Markt für Unternehmenskontrolle durch die Leitungsorgane der Zielgesellschaft in einer für Aktionäre und Zielgesellschaft schädlichen Weise beeinflusst wird und so nicht mehr seiner ökonomisch positiven Funktion nachkommen kann[2658]. Das Börsengesetz schränkt dagegen den Gebrauch anderer Abwehrmassnahmen, wie insbesondere die Berufung auf eine statutarische Stimmrechtsbeschränkung oder Vinkulierung, nicht ein; in diesem Sinne ist das Börsengesetz gegenüber Übernahmeangeboten neutral und respektiert die in den Statuten aufgeführten Abwehrmechanismen[2659].

Wie in Ziff. I.1.3 dargestellt, haben Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der Zielgesellschaft eine natürliche Tendenz, Übernahmeversuche abzulehnen[2660]. Die Wahl der Massnahmen zur Abwehr von Angeboten ist allerdings bereits durch die gesellschaftsrechtlichen Pflichten der Leitungsorgane einer Aktiengesellschaft eingeschränkt, da sie gemäss Art. 717 Abs. 1 OR die Interessen der Gesellschaft wahren müssen und daher keine Abwehrmassnahmen ergreifen dürfen, welche die Gesellschaft schädigen[2661]. Aktienrechtliche Auseinandersetzungen über zulässige oder unzulässige Abwehrmassnahmen müssen aber in einem Zivilprozess ausgefochten werden, was derart viel Zeit beansprucht, dass ein entsprechendes Urteil ein aktuelles Übernahmeverfahren nicht mehr beeinflussen kann[2662]. Aus diesem Grund werden Abwehrmassnahmen, die bereits aktienrechtlich verboten sind, auch zu einem grossen Teil von der börsenrechtlichen Regelung erfasst, da es nur die börsenrechtliche Regelung ermöglicht, zeitgerecht, d.h. im laufenden Übernahmeverfahren, derartige Abwehrmassnahmen zu verhindern[2663].

Die im Börsengesetz und in den Verordnungen vorgesehenen Einschränkungen möglicher Abwehrmassnahmen gehen allerdings über die gesellschaftsrechtlichen Schranken hinaus, da – wie hinten dargestellt – wesentliche Veränderungen am Aktiv- und Passivbestand der Zielgesellschaft auch dann verboten sind, wenn sie im Interesse der Gesellschaft liegen bzw. diese nicht

---

2657 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.1.1); von der Crone (2000b), S. 176. Zobl (1997), S. 66; Meier-Schatz (1996), S. 120 f.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1203.

2658 Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.1.1); von der Crone (1997b), S. 87; vgl. Frauenfelder (2001), S. 36; Bernet (1998), S. 273 ff.

2659 Empfehlung XII der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. SIG (E.1.2.3.3); von der Crone (1996), S. 64; Bernet (1998), S. 274 f.

2660 Vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1197; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 227.

2661 Tschäni/Diem (2006), S. 56; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1198; vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.K.3.2.

2662 Dies zeigte sich deutlich im Falle Holvis, wo der Verwaltungsrat mit einem Konkurrenzanbieter eine Lock-up-Vereinbarung abgeschlossen hatte, die wohl aktienrechtlich unzulässig war. Den Aktionären und Konkurrenzanbietern gelang es aber nicht, diesen Lock-up mit aktienrechtlichen Mitteln innert vernünftiger Frist zu beseitigen, sodass der durch den Lock-up favorisierte Anbieter letztlich erfolgreich war. Vgl. die Hinweise zum Fall Holvis bei Tschäni (2003a), S. 406.

2663 Vgl. Gehrer (2002), S. 479; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 204 ff.

schädigen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die börsenrechtlichen Einschränkungen im Gegensatz zu den aktienrechtlichen Bestimmungen nicht nur die Interessen der Zielgesellschaft selbst schützen, sondern auch sicherstellen sollen, dass der Anbieter mit einem erfolgreichen Angebot tatsächlich die unternehmerische Substanz erhält, die er bei der Zielgesellschaft aufgrund der letzten Geschäftsberichte und der seither in Ad-hoc-Publikationen gemachten Angaben erwarten durfte[2664].

Im Einzelnen werden die Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft durch folgende börsenrechtlichen Regeln eingeschränkt:

4.2.1 Anzeigepflicht

Grundsätzlich kann die Zielgesellschaft bei einem Angebot alle ihr zur Verfügung stehenden gesellschaftsrechtlichen Abwehrmassnahmen einsetzen und sich gegenüber dem Anbieter insbesondere auf Vinkulierungsbestimmungen sowie Stimmrechtsbeschränkungen berufen[2665]. Gemäss Art. 35 UEV ist die Zielgesellschaft aber verpflichtet, jede Abwehrmassnahme, die sie einsetzen will, im Voraus der Übernahmekommission anzuzeigen[2666].

4.2.1.1 Der Umfang der Anzeigepflicht

Nach der Praxis der Übernahmekommission wird jede Handlung der Zielgesellschaft, die in objektiver Betrachtung den Erfolg eines Übernahmeangebotes verhindern oder erschweren kann, als anzeigepflichtige Abwehrmassnahme betrachtet[2667]. Irrelevant ist, ob die betreffende Handlung subjektiv von einer Verteidigungsabsicht getragen wird oder von anderen Motiven, wie z.B. rein betrieblichen Beweggründen oder der Absicht, den Angebotspreis zu erhöhen[2668]. Die Anzeigepflicht erfasst aufgrund dieser sehr breiten Definition nicht nur Massnahmen, die wie die Veräusserung von wesentlichen Aktiven oder der Abschluss von Verträgen über Abgangsentschädigungen[2669] unter das Verbot von Art. 29 BEHG fallen können, sondern auch Massnahmen, die vom Bör-

---

2664 A.M. von der Crone (1996), S. 64 f., der davon ausgeht, dass Art. 29 BEHG den Anbieter nicht schützt, da es ja der Generalversammlung möglich ist, derartige Veränderungen vorzunehmen. M.E. ist diese Argumentation nicht stichhaltig. Der Vorbehalt von Generalversammlungsbeschlüssen zeigt nur, wo der Schutz des Anbieters seine Grenze findet; der Anbieter ist zwar vor Handlungen des Verwaltungsrates und anderer Exekutivorgane der Gesellschaft geschützt, nicht aber vor Beschlüssen der Generalversammlung. Diese Abgrenzung ist sinnvoll, da der Verwaltungsrat einen Interessenkonflikt haben kann, in der Generalversammlung die Aktionäre, die Adressaten des Angebotes sind, aber selbst entscheiden.

2665 Vgl. dazu im Einzelnen hinten Ziff. III.K.5.1.1.

2666 Böckli (2004), S. 721. Zobl (1997), S. 68; Frauenfelder (2001), S. 136; Werlen (2001), S. 174; Harris (2005), S. 109.

2667 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.1.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.9.5), wo die Ankündigung eines Aktienrückkaufs sowie der Ausbau der Tätigkeit und auch die Ankündigung gewisser Akquisitionen in den USA als Abwehrmassnahmen betrachtet wurden; Empfehlung der UEK vom 29. März 2001 i.S. Sulzer (E.1.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 239.

2668 Vgl. Wey/Huber (2001), S. 146; Meier-Schatz/Gasser (2000a), S. 206.

2669 Vgl. z.B. Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Leica Saia-Burgess (E.1.1); Margiotta, Praxis 2006, S. 228; Brechbühl/Hurni (2005), S. 1548.

sengesetz nicht eingeschränkt werden, wie z.B. die Berufung auf statutarische Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungsklauseln, die Einleitung einer Auktion mit mehreren Anbietern oder die Ankündigung eines Rückkaufsangebotes für die eigenen Aktien[2670].

In ihrer neueren Praxis hat die Übernahmekommission die Anzeigepflicht der Zielgesellschaft gerade in Konkurrenzsituationen stark ausgedehnt und verlangt von einer Zielgesellschaft, welche einen Konkurrenzanbieter sucht oder eine Auktion durchführt, eine Offenlegung sämtlicher Unterlagen und Informationen im Zusammenhang mit diesem Vorgang; so muss die Zielgesellschaft die Namen der kontaktierten Drittparteien, die mit diesen abgeschlossenen Vereinbarungen und alle den betreffenden Drittparteien übermittelten Informationen der Übernahmekommission offenlegen und diese auch noch laufend über den Stand der Gespräche mit Interessenten informieren[2671]. Eine derartige laufende Überwachung der Tätigkeit der Zielgesellschaft geht aber über die Meldepflicht hinaus, da diese letztlich nur die Mitteilung erfordert, dass die Zielgesellschaft als Abwehrmassnahme einen Konkurrenzanbieter sucht bzw. eine Auktion durchführt. Die detaillierte Information und die laufende Dokumentationspflicht ist aber auch sachlich verfehlt, da sie die Suche nach Konkurrenzanbietern massiv belastet; Zielgesellschaft wie auch mögliche Konkurrenzanbieter werden dabei vor allem durch die Gefahr der Akteneinsicht des Erstanbieters abgeschreckt, da dieser bei einer Offenlegung der Meldungen die Schritte der Zielgesellschaft wie auch potentieller Konkurrenzanbieter antizipieren kann[2672]. Damit verletzt die Übernahmekommission vor allem aber auch das Prinzip der Neutralität zwischen Zielgesellschaft und Anbieter, da es keinerlei vergleichbare Offenlegungspflichten des Anbieters bezüglich seiner Kontakte mit Aktionären der Zielgesellschaft und Drittparteien gibt.

4.2.1.2 Der Zeitpunkt der Anzeige

Die Anzeigepflicht wird durch den Beschluss des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ausgelöst, eine bestimmte Massnahme einzusetzen. Die blosse Planung von Abwehrmassnahmen oder die Entwicklung von verschiedenen Handlungsalternativen für den Verwaltungsrat lösen allerdings noch keine Anzeigepflicht aus, diese entsteht erst mit dem Beschluss, bestimmte Abwehrmassnahmen tatsächlich umzusetzen[2673]. Sofern eine Massnahme bereits vor der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung beschlossen wurde, aber erst nach der Publikation eines Angebotes umgesetzt werden soll,

---

2670 Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E.1.4.3); Empfehlung der UEK vom 29. März 2001 i.S. Sulzer; Frauenfelder (2001), S. 188; vgl. Bernet (1998), S. 302.

2671 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (Dispositiv); vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 239. Das Bundesgericht hat diese ausufernde Praxis allerdings in BGE 2A.25/2007 (E.4.1) gestützt, da es sich auf den Standpunkt stellte, dass die Festlegung der angeforderten Dokumente und Informationen in das „technische Ermessen" der UEK falle, in das das Bundesgericht nur bei eigentlichen Ermessensfehlern eingreift, und dass die Mitwirkungspflicht der Betroffenen im Finanzmarktrecht ohnehin weit auszulegen sei.

2672 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 58.

2673 Böckli (2004), S. 721.

so wird die Mitteilungspflicht durch die Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung ausgelöst[2674].

Nach dem Wortlaut von Art. 35 UEV muss die Anzeige „im Voraus" erstattet werden, d.h. bevor die betreffenden Massnahmen umgesetzt werden. Aus dem Wortlaut von Art. 35 UEV ergibt sich aber nicht, in welchem Zeitpunkt vor ihrer Umsetzung eine Massnahme anzuzeigen ist. Damit die Übernahmekommission eingreifen kann, wenn eine angemeldete Abwehrmassnahme nach Ansicht der Übernahmekommission unzulässig ist, müssen Massnahmen, die irreversibel sind, genügend früh angezeigt werden, sodass die Übernahmekommission noch die Möglichkeit hat, mit einer vorsorglichen Verfügung einzugreifen[2675].

4.2.1.3 Eingriffsmöglichkeiten der Übernahmekommission

Die vorgängige Anzeige von Abwehrmassnahmen soll der Übernahmekommission ermöglichen, bei Abwehrmassnahmen einzugreifen, die Art. 29 BEHG bzw. Art. 36 f. UEV verletzen[2676]. Ist die Übernahmekommission der Ansicht, dass eine von der Zielgesellschaft gemeldete Abwehrhandlung gemäss diesen Bestimmungen unzulässig ist, so erlässt sie eine Verfügung bzw. in dringenden Fällen eine vorsorgliche Verfügung[2677], in der sie diese untersagt. Sollte die Übernahmekommission bei einer rechtswidrigen Abwehrmassnahme trotz Meldung keine Verfügungen erlassen, so ändert dies am rechtswidrigen Charakter und an der entsprechenden Verantwortung der Organe der Zielgesellschaft nichts, da sich die Rechtswidrigkeit einer Abwehrmassnahme direkt aus Art. 29 BEHG bzw. Art. 36 f. UEV ergibt und nicht aus einer Empfehlung der Übernahmekommission.

Die Meldepflicht gemäss Art. 35 UEV gibt der Übernahmekommission aber keine Möglichkeit, bei Abwehrmassnahmen, die börsenrechtlich zulässig sind, einzugreifen, da diese Bestimmung der Zielgesellschaft nur Informationspflichten auferlegt, der Übernahmekommission aber keine zusätzlichen Eingriffskompetenzen gibt. Sie kann dementsprechend dem Verwaltungsrat keine Weisungen über die Handhabung gesetzlich zulässiger, statutarischer Abwehrmittel wie Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkung erteilen und kann ihn auch nicht daran hindern, Transaktionen durchzuführen, die gemäss Art. 29 BEHG bzw. Art. 36 f. UEV zulässig sind.

4.2.1.4 Geheimhaltung der Abwehrmeldungen

Die Übernahmekommission muss die Anzeigen der Zielgesellschaft über Abwehrmassnahmen im Sinne des Amtsgeheimnisses vertraulich behandeln und

---

2674 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.5.4.2).

2675 Böckli (2004), S. 731.

2676 Vgl. Wey/Huber (2001), S. 146; Frauenfelder (2001), S. 136.

2677 Art. 30 Abs. 2 lit. 3 VwVG.

darf sie dem Anbieter nicht zugänglich machen[2678]. Der Anbieter hat daher bezüglich dieser Anzeigen der Zielgesellschaft kein Akteneinsichtsrecht[2679], was aus Gründen der Gleichbehandlung der Parteien im Verfahren auch unabdingbar ist. Der Anbieter selber muss die von ihm geplanten Angriffshandlungen nicht anzeigen und würde somit mit einem entsprechenden Akteneinsichtsrecht in die Anzeigen der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren einseitig bevorzugt.

In ihrer neueren Praxis ist die Übernahmekommission allerdings von der oben dargestellten Anwendung des Amtsgeheimnisses abgekommen und befürwortet das Akteneinsichtsrecht des Anbieters. Will die Zielgesellschaft daher die Bekanntgabe an den Anbieter verhindern, so muss sie bei jeder einzelnen gemäss Art. 35 UEV übermittelten Information einen Antrag auf Geheimhaltung stellen und ihr Geheimhaltungsinteresse dokumentieren, worauf die Übernahmekommission dann aufgrund einer Interessenabwägung über die Geheimhaltung der einzelnen Information entscheidet. Da sich die Zielgesellschaft aufgrund dieser Praxis nicht mehr auf die vertrauliche Behandlung ihrer Abwehrmeldungen verlassen kann, wird die Waffengleichheit zwischen Anbieter und Zielgesellschaft zugunsten des Anbieters durchbrochen. Dies führt gerade im Zusammenhang mit der vorne in Ziff. III.K.4.2.1.1 dargestellten breiten Anwendung der Meldepflicht bei der Suche nach Konkurrenzanbietern und der Organisation einer Auktion dazu, dass ein Bieterwettbewerb massiv erschwert wird, da Zielgesellschaft wie auch potentielle Konkurrenzanbieter durch die Möglichkeit der Akteneinsicht des Erstanbieters von der Durchführung eines Auktionsverfahrens bzw. der Teilnahme an derartigen Verfahren abgeschreckt werden[2680]. Wenn die Übernahmekommission bei Abwehrmeldungen überhaupt ein Akteneinsichtsrecht gewähren will, so muss dies von vornherein auf unzulässige Massnahmen beschränkt sein, da die Zielgesellschaft ein legitimes Interesse hat, die zulässigen Massnahmen geheim zu halten, um sie wirkungsvoll einsetzen zu können.

4.2.2 Unzulässige Veränderungen des Aktiv- und des Passivbestandes

4.2.2.1 Zweck der Regelung

Gemäss Art. 29 BEHG darf die Zielgesellschaft[2681] von der Veröffentlichung des Angebotes bzw. vom Zeitpunkt einer allfälligen Voranmeldung an bis zur Veröffentlichung des Endergebnisses keine Rechtsgeschäfte tätigen, mit denen Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert wer-

---

2678 Empfehlung der UEK vom 29. März 2001 i.S. Sulzer (E.1).

2679 Wey/Huber (2001), S. 148; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 240.

2680 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 58.

2681 Der Wortlaut von Art. 29 BEHG bezieht sich zwar nur auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft; ihrem Zweck entsprechend bezieht sich diese Norm aber auch auf die Geschäftsleitung und alle anderen Personen, die für die Zielgesellschaft handeln: Bertschinger (1998), S. 330.

den, sofern die Generalversammlung nicht ausdrücklich der betreffenden Transaktion zustimmt[2682].

Das Verbot von Rechtsgeschäften, die Aktiv- oder Passivbestand der Zielgesellschaft in bedeutender Weise verändern, soll primär verhindern, dass Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der Zielgesellschaft diese schädigen, weil sie geschäftliche Ziele dem Wunsch nach Selbständigkeit unterordnet und deshalb z.B. wesentliche Unternehmensbestandteile überstürzt bzw. zu ungünstigen Preisen und ohne Rücksicht auf die Strategie der Zielgesellschaft verkaufen, um diese für den Anbieter weniger attraktiv zu machen[2683]. Dieses Verbot soll aber auch die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre der Zielgesellschaft sichern und diese davor schützen, dass der Verwaltungsrat den Ausgang des Übernahmeangebotes durch Transaktionen, die einen Anbieter abschrecken, präjudiziert und so den Aktionären verunmöglicht, selbst über die Annahme des Angebotes zu entscheiden[2684].

Das Verbot, wesentliche Veränderungen des Aktiv- oder Passivbestandes vorzunehmen, schützt aber nicht nur die Zielgesellschaft und deren Aktionäre, sondern auch den Anbieter. Es soll verhindern, dass die Leitungsorgane der Zielgesellschaft diese während der Angebotsdauer so stark verändern, dass der Anbieter in wirtschaftlicher Hinsicht nicht mehr das erhält, was er aufgrund des letzten Geschäftsberichtes und der seitherigen Ad-hoc-Publikationen der Zielgesellschaft erwarten durfte. Die Pflicht des Verwaltungsrates, die Zielgesellschaft nicht in wesentlicher Weise zu verändern, ist in wirtschaftlicher Betrachtung letztlich ein Korrelat dazu, dass der Anbieter während der gesamten Dauer des Übernahmeverfahrens an sein Angebot gebunden ist und dieses während dieses Zeitraums auch nicht zuungunsten der Aktionäre verändern darf[2685]. Der Schutz des Anbieters wird aber nicht lückenlos durchgesetzt, da die Generalversammlung, wie in Ziff. III.K.4.4.2.6 dargestellt, gemäss Art. 29 Abs. 2 BEHG derartige Veränderungen auch während der Angebotsfrist beschliessen kann; der Gesetzgeber hat damit letztlich die Souveränität der Aktionäre bzw. der Generalversammlung über die Interessen des Anbieters gestellt, was richtig ist, da die Aktionäre der Zielgesellschaft deren Eigentümer sind und bezüglich des Angebotes auch keine Interessenkonflikte haben, da sie selbst Adressaten des Angebotes sind. Vor derartigen Beschlüssen kann sich der Anbieter allerdings schützen, indem er sein Angebot der Bedingung unterstellt, dass keine wesentlichen Veränderungen des Aktiv- und des Passivbestandes vorgenommen werden[2686].

2682 Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.1.1); Küng/Huber/Kuster (1998), N. 8 ff. zu Art. 29 BEHG; Tschäni (2003a), S. 403; Bertschinger (1998), S. 330, vgl. von der Crone (1997b), S. 87 f.; Harris (2005), S. 109.

2683 Bertschinger (1998), S. 330; vgl. Frauenfelder (2001), S. 115 ff.; Werlen (2001), S. 227; vgl. Harris (2005), S. 76 f.; Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.1.1); Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E.2.1.1.2).

2684 BGE 2A.25/2007 (E.3.1.2); Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.1.2.1).

2685 Dazu Ziff. III.D.7.1.

2686 Vgl. dazu vorne Ziff. III.D.6.1.2.13.

Das Verbot, den Aktiv- oder Passivbestand in bedeutender Weise zu ändern, stellt einen massiven Eingriff in die operative Führung der Zielgesellschaft dar, der sich vor allem bei langen Angebotsverfahren[2687] negativ auf die Zielgesellschaft auswirken kann[2688]. Deshalb hat die Zielgesellschaft die in Ziff. III.K.4.2.2.5 dargestellte Möglichkeit, Ausnahmen zu beantragen, die es ihr ermöglichen, während der Angebotsfrist operativ notwendige Handlungen vorzunehmen, selbst wenn diese zu einer wesentlichen Verschiebung im Aktiv- oder Passivbestand führen.

4.2.2.2 Anwendungsbereich: Beschlüsse des Verwaltungsrates und Ausführungshandlungen

Der Wortlaut von Art. 29 Abs. 2 BEHG bezieht sich nur auf Beschlüsse des Verwaltungsrates, woraus abgeleitet werden könnte, dass wesentliche Veränderungen des Aktiv- und des Passivbestandes immer dann zulässig sind, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bereits vor dem Beginn der Angebotsfrist einen entsprechenden Beschluss gefasst hat und dieser nach Beginn der Annahmefrist nur noch ausgeführt wird. Entsprechend dem vorne dargestellten Zweck dieser Bestimmung verbieten diese dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber nicht nur, nach der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung Beschlüsse über Transaktionen zu fassen, die zu einer bedeutenden Veränderung des Aktiv- oder Passivbestandes führen; Art. 29 Abs. 2 BEHG verbietet auch allen Exekutivorganen der Gesellschaft, nach diesem Zeitpunkt selbständig Handlungen vorzunehmen oder Beschlüsse des Verwaltungsrates auszuführen, die eine derartige Auswirkung haben, selbst wenn der Verwaltungsrat den betreffenden Beschluss vor der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung gefasst hat[2689]. Daher ist es nicht möglich, dem Verbot von Art. 29 Abs. 2 BEHG dadurch zu entgehen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vor einem Übernahmeversuch „Vorratsbeschlüsse" fasst, die es ihm dann ermöglichen, nach der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung Handlungen vorzunehmen, mit denen Aktiv- oder Passivbestand wesentlich verändert werden.

Ein Beschluss des Verwaltungsrates, der vor der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung gefasst worden ist, kann aber immerhin dann vollzogen werden, wenn dieser bei der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung bereits soweit umgesetzt worden ist, dass rechtsgültige Verträge mit Dritten bestehen, oder die Verhandlungen mit Dritten bereits so weit gediehen sind, dass ein Rückzug der Zielgesellschaft zu Schadenersatzpflichten führen würde[2690].

2687 Dieses kann gerade bei Konkurrenzangeboten sehr lang werden; dazu Ziff. III.H.4.4.

2688 Von Büren/Bähler (1996), S. 400; Böckli (1998b), S. 247.

2689 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.1.1.2); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.2.5);Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E.6.3); Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.2); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 229 f.

2690 Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.2.5); Watter/Dubs (2008), S. 317 f., Werlen (2001), S. 64.

4.2.2.3 Unzulässige Handlungen

Als bedeutende Veränderungen von Aktiv- und Passivbestand, die während der Angebotsfrist untersagt sind, gelten gemäss Art. 36 UEV insbesondere folgende Transaktionen[2691]:

- Kauf und Verkauf von wesentlichen Aktiven

  Gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV ist der Verkauf oder Erwerb von Vermögenswerten mit einem Wert[2692] oder zu einem Preis, der sich auf mehr als 10% der konsolidierten Bilanzsumme der Zielgesellschaft beläuft, unzulässig[2693]. Das Gleiche gilt auch für Vermögenswerte, die mehr als 10% zum konsolidierten Ertrag der Zielgesellschaft beitragen[2694].

  Sofern das Verbot, wesentliche Aktiven zu kaufen oder zu verkaufen, für die Zielgesellschaft zu einem geschäftlichen Problem wird, da diese beispielsweise bereits einen Devestitionsprozess eingeleitet hat oder als Investmentgesellschaft entsprechend der Marktentwicklung bestimmte Aktiven veräussern muss, kann die Zielgesellschaft bei der Übernahmekommission eine Ausnahme beantragen[2695].

- Veräusserung von im Angebot als „Hauptgegenstand des Angebotes" erwähnten Aktiven

  Bezeichnet der Anbieter in seinem Angebot bestimmte Betriebsteile, Tochtergesellschaften oder Immaterialgüterrechte ausdrücklich als Hauptgegenstand seines Übernahmeangebotes[2696], so dürfen diese von der Zielgesellschaft gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. b UEV nicht veräussert werden[2697]. Will der Anbieter in diesem Sinne bestimmte Aktiven zum Hauptgegenstand seines Angebotes erklären, so muss er im Angebotsprospekt ein objektiviertes Interesse an diesen Aktiven darstellen, d.h. begründen, weshalb er genau diese Aktiven in unveränderter Form über-

---

2691 Vgl. Gehrer (2002), S. 481; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 230 ff.

2692 Damit ist m.E. der Buchwert gemeint, da nur dann die im Text verwendete Kombination von Preis und Wert Sinn macht: So kann verhindert werden, dass das Verbot dadurch unterlaufen wird, dass bestimmte Aktiven zu einem Preis unter dem Buchwert verkauft werden, wenn der Buchwert sich bereits auf 10% der gesamten Aktiven beläuft; Bühler (2003), S. 29. Bei den Buchwerten handelt es sich nicht um die handelsrechtlichen Buchwerte des Einzelabschlusses, sondern um die Buchwerte gemäss konsolidierter Jahresrechnung. Da für die Konsolidierung ein „True and Fair" Standard angewendet werden muss (normalerweise IFRS, US, GAAP oder FER), widerspiegelt dieser Buchwert die tatsächlichen Verkehrswerte.

2693 Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.1.2);.Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E6.2); Gehrer (2003), S. 31; Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 20 zu Art. 29 BEHG; Böckli (2004), S 729; Bernet (1998), S. 278.

2694 Thévenoz (2009), S. 36; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 92.

2695 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. September 2001 i.S. ENR. Im konkreten Fall wurde die Ausnahme allerdings mangels Substantiierung der wichtigen Gründe abgelehnt.

2696 Ein Beispiel einer derartigen Klausel findet sich bei Tschäni/Iffland (2002), S. 177.

2697 Böckli (2004), S. 129; Tschäni/Oertle, BSK, N. 12 zu Art. 29 BEHG; Bernet (1998), S. 278; Bühler (2003), S. 30.

nehmen will[2698]. Dazu genügt es allerdings, wenn in relativ breiter Form auf die Wahrnehmung bestimmter Marktchancen oder die Möglichkeit von Synergien hingewiesen wird; gerade bei feindlichen Angeboten, wo der Anbieter ein sehr grosses Interesse daran hat, diejenigen Aktiven, an denen er primär interessiert ist, vor einer Veräusserung zu schützen, kann von ihm mangels detaillierter Kenntnisse über das Geschäft der Zielgesellschaft nicht verlangt werden, dass er in diesem Bereich detailliertere Angaben macht.

Aufgrund Art. 36 Abs. 2 lit. b UEV kann der Anbieter durch die Erwähnung im Angebotsprospekt einzelne Aktiven der Zielgesellschaft für die Dauer des Übernahmeverfahrens vor Veräusserungen schützen. Allerdings darf der Anbieter dabei nicht so weit gehen, dass er sämtliche Aktiven oder alle Geschäftsbereiche der Zielgesellschaft zum Hauptgegenstand seines Angebotes erklärt[2699], da sonst der Schutzzweck von Art. 29 BEHG überzogen und die geschäftliche Bewegungsfreiheit der Zielgesellschaft unverhältnismässig eingeschränkt würde[2700]. Er muss sich vielmehr auf einzelne Aktiven festlegen und diese Auswahl begründen.

- Unüblich hohe Abgangsentschädigungen an Mitglieder des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung

  Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV verbietet den Abschluss von Verträgen mit Mitgliedern des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung, welche für den Fall des Ausscheidens aus der Gesellschaft unüblich hohe Entschädigungen vorsehen („Golden Parachutes")[2701]. Da derartige Vereinbarungen im Normalfall nicht dazu führen, dass der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert wird, schiesst diese Bestimmung der UEV über das Gesetz hinaus, was allerdings von der Übernahmekommission mit dem Argument in Abrede gestellt wird, dass der Gesetzeszweck, d.h. der Schutz der Anleger, eine weite Interpretation von Art. 29 BEHG notwendig macht[2702].

  Diese Bestimmung soll Exzesse verhindern, was durch das Erfordernis der „Unüblichkeit" hervorgehoben wird, macht aber nicht jede Vereinbarung zusätzlicher Leistungen an Manager bzw. übriges Personal im Zu-

---

2698 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.4.2). Vgl. das Beispiel bei Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 168.

2699 Dies versuchte Hexagon in ihrer Voranmeldung vom 13. Juni 2005 zur Übernahme der Leica Geosystems Holdings AG. Die entsprechende Klausel wird in der Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (Sachverhaltsdarstellung E) aufgeführt.

2700 Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.2.3); die UEK verlangte in diesem Fall, dass der Anbieter die entsprechende Klausel im Angebot modifiziert und den „Hauptgegenstand des Angebotes" eingrenzt; vgl. Tschäni/Iffland (2002), S. 178; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 232; Margiotta, Praxis 2006, S. 229.

2701 Böckli (2004), S. 730; Brechbühl (2004), S. 33; Gehrer (2003), S. 31; Epper (2008), S. 165.

2702 Vgl. Tschäni/Oertle, BSK, N. 13 zu Art. 29 BEHG; kritisch zur Grundlage von Art. 35 Abs. 2 lit. c UEV-UEK Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 233.

sammenhang mit dem Angebot unzulässig. In dem Masse, in dem die Vereinbarung derartiger Leistungen im Interesse der Zielgesellschaft liegt, ist sie weiterhin zulässig[2703]. Soweit die Vereinbarung von Abgangsentschädigungen oder Retention-Boni daher notwendig ist, um Personal während des Übernahmeprozesses zu halten, und die gesamte Höhe der betreffenden Zahlungen keinen materiellen Einfluss auf Wert bzw. Attraktivität der Zielgesellschaft hat, dienen derartige Vereinbarungen nicht der Abwehr, sondern dem Interesse der Gesellschaft und sind dementsprechend zulässig[2704]. Eine derartige eingeschränkte Interpretation von Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV drängt sich m.E. gerade aufgrund der schmalen bzw. fehlenden gesetzlichen Grundlage dieser Bestimmung auf. Andernfalls würde sich diese Bestimmung zu stark von den von Art. 29 BEHG geforderten wesentlichen Veränderungen des Aktiv- bzw. Passivbestandes entfernen.

Die Frage, ob in diesem börsenrechtlich zulässigen Rahmen nach der Publikation des Angebotprospektes bzw. der Voranmeldung eine Abgangsentschädigung vereinbart werden kann, richtet sich damit nach gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen, d.h. danach, ob die Vereinbarung im Interesse der Gesellschaft bzw. der Aktionäre liegt[2705]. In diesem Sinne ist es m.E. im Rahmen des Börsen- wie auch des Gesellschaftsrechtes zulässig, Personen, die mit dem Anbieter verhandeln, bezüglich einer Entlassung nach einem Kontrollwechsel finanziell abzusichern und ihnen auch finanzielle Anreize zu gewähren, um einen möglichst hohen Übernahmepreis zu erreichen[2706]. Ohne eine Absicherung und ohne finanzielle Anreize stehen diese Personen nämlich bei derartigen Verhandlungen in einem Interessenkonflikt, da ihre zukünftige Weiterbeschäftigung vom Wohlverhalten gegenüber dem Anbieter abhängt. Treten sie in diesen Verhandlungen hart auf und verlangen insbesondere einen hohen Preis, so wird dies von ihrem zukünftigen Arbeitgeber als „Kriegserklärung" bzw. als Schädigung betrachtet, was nach der Übernahme zu einer Kündigung führt. Daher sind Absicherungs- und Incentivevereinbarungen für die in den Verhandlungen stehenden Personen notwendig, um die Anliegen der Gesellschaft und ihrer Aktionäre bei Übernahmeverhandlungen adäquat durchzusetzen, weshalb diese gemäss Art. 717 Abs. 1 OR im Interesse der Zielgesellschaft liegen und zulässig sind[2707]. Problematisch ist dagegen aus aktienrechtlicher Sicht die Vereinbarung von Abgangsentschädigungen, die keinen Zusammenhang mit der Verhandlungssituation einzelner Manager haben, sondern allein zur Absicherung des betreffenden Managers vor Übernahmen dienen, da in der Zeitspanne, während deren

---

2703 Vgl. zum Kriterium der Unüblichkeit: Tschäni (2003a), S. 405 FN 39; Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.1.2.5.3).

2704 Vgl. zur Abgrenzung zulässiger und unzulässiger Entschädigungen: Bühler (2003), S. 31; Epper (2008), S. 165 f.

2705 Vgl. Böckli (2004), S. 730.

2706 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2).

2707 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2).

Art. 29 BEHG zur Anwendung kommt, die wesentlichen Manager schon aufgrund der normalen Kündigungsfristen kaum Gelegenheit haben, das Unternehmen zu verlassen. Damit müssen sich derartige Vereinbarungen auf Fälle beschränken, in denen tatsächlich die akute Gefahr besteht, dass Manager das Unternehmen wegen anderer Angebote oder einer aussergewöhnlich kurzen Kündigungsfrist noch während der laufenden Angebotsfrist verlassen[2708].

Die Erbringung von Leistungen, die bereits vor der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung vereinbart worden sind, wird von Art. 29 BEHG bzw. Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV nicht tangiert. Das Gleiche gilt auch für die Zahlung einer speziellen Aufwandentschädigung für Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder zur Abgeltung des mit dem Angebot verbundenen Mehraufwandes, sofern damit eine tatsächliche Mehrarbeit abgegolten wird[2709]; bei derartigen Zahlungen liegt letztlich von vornherein keine Abwehrmassnahme vor, sondern nur die Erfüllung legitimer Ansprüche.

Auch die Aufhebung von Sperr- und Vestingperioden im Zusammenhang mit Beteiligungs- und Optionsplänen stellt keinen Verstoss gegen Art. 29 BEHG bzw. Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV dar, da die Arbeitnehmer aus Arbeitsrecht einen Anspruch auf Bezug der betreffenden Leistungen haben, wenn ein erfolgsreiches Übernahmeangebot die Grundlagen dieser Pläne so stark zu ihren Ungunsten verändert, dass sie nach Treu und Glauben Anspruch auf sofortige Ausübung haben[2710].

- Ausgabe von neuen Aktien

  Art. 36 Abs. 2 lit. d UEV verbietet während der Laufzeit des Angebotes die Ausgabe von Aktien aufgrund eines genehmigten Kapitals sowie die Ausgabe von Options- und Wandelrechten aufgrund eines bedingten Kapitals, sofern bei diesen Transaktionen das Bezugs- bzw. Vorzeichnungsrecht der Aktionäre ausgeschlossen wird[2711]. Eine derartige Aktienausgabe ist allerdings möglich, wenn der Beschluss der Generalversammlung, mit dem das genehmigte bzw. bedingte Kapital geschaffen wurde, ausdrücklich die Ausgabe von Aktien oder Wandel- und Optionsrechten und den

---

2708 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.1.2.5.3), wo die UEK festhielt, dass die Verlängerung der Kündigungsfrist um drei Monate bei mittleren Kadern keine unzulässige Abwehrmassnahme darstellt, sondern nur dazu dient, die Funktionsfähigkeit der Zielgesellschaft im Rahmen der Übernahme sicherzustellen.

2709 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.1.2.5.4).

2710 Ein derartiger Anspruch ergibt sich m.E. wenn nach einem erfolgreichen Angebot kein liquider Börsenmarkt mehr für die Aktien besteht, auf die sich Beteiligungs- und Optionspläne beziehen, da die betreffende Option bzw. Beteiligung so ihre ökonomische Basis verliert.

2711 Böckli (2004), S. 728; Tschäni (2003a), S. 405; Gehrer (2003), S. 31.

Ausschluss der Bezugsrechte im Falle eines Übernahmeangebotes erlaubt[2712].

- Kauf und Verkauf eigener Beteiligungspapiere

  Gemäss Art. 36 Abs.2 lit. e und f UEV darf die Zielgesellschaft während der Laufzeit des Angebotes keine eigenen Beteiligungspapiere kaufen oder verkaufen[2713]. Auch der Kauf und der Verkauf von Finanzinstrumenten, die sich auf eigene Beteiligungspapiere beziehen, sowie die Schaffung derartiger Finanzinstrumente ist unzulässig. Das Gleiche gilt auch für Effekten einer Gesellschaft, deren Titel vom Anbieter im Rahmen eines Tauschangebotes offeriert werden, sowie für alle Finanzinstrumente, die sich auf derartige Papiere beziehen.

  Mit diesem Verbot wird einerseits verhindert, dass die Zielgesellschaft durch gezielte Käufe bzw. Verkäufe eigener Aktien, sowie der zum Tausch angebotenen Effekten das Angebot finanziell unattraktiv macht bzw. die Marktkurse manipuliert. Gleichzeitig wird aber auch verhindert, dass die Zielgesellschaft durch den Verkauf eigener Aktien an Personen, die dem Verwaltungsrat nahe stehen, die Zusammensetzung des Aktionariats bzw. das Abstimmungsverhalten bei Generalverstammlungen beeinflussen kann[2714].

  Vom Verbot, mit eigenen Aktien und Finanzprodukten zu handeln, sind allerdings gemäss Art. 36 Abs. 3 UEV Transaktionen ausgenommen, die im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogrammes erfolgen sowie auch Transaktionen, die zur Erfüllung von Verpflichtungen dienen, die vor der Veröffentlichung des Angebotes eingangen worden sind[2715]. Damit ist es einer Zielgesellschaft auch während der Angebotsfrist möglich, ihren ver-

---

2712 Bühler (2003), S. 32; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 233; kritisch dazu Meier-Schatz (1998), S. 55; vgl. für ein Muster einer Statutenbestimmung, welche dem Verwaltungsrat ausdrücklich die Ausgabe von genehmigtem Kapital zum Zweck der Abwehr von Angeboten erlaubt: Dubs (2006), S. 47; in der Praxis wenden sich die Aktionäre allerdings gegen eine derartige Klausel, da diese zu einer Verwässerung der bestehenden Aktionäre führt; der Entzug von Bezugsrechten bzw. Vorzeichnungsrechten ist allerdings aktienrechtlich nur möglich, wenn ein wichtiger Grund gegeben ist; ob die Abwehr eines Übernahmeversuches tatsächlich einen wichtigen Grund darstellt, muss bezweifelt werden, da das vom Verwaltungsrat festgestellte Interesse der Gesellschaft an der Vermeidung einer Übernahme kaum höher einzustufen ist als das Interesse der Aktionäre, eine Verwässerung, d.h. eine partielle Enteignung von Vermögens- und Mtbestimmungsrechten, zu vermeiden; vgl. Tschäni/Iffland/Diem, BSK, N. 26 zu Art. 29 BEHG.

2713 Thévenoz (2009), S. 36; Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 92.

2714 Vgl. dagegen noch die Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E.2.2.4), die den Verkauf eigener Aktien im Rahmen der bis 31.12.2008 geltenden UEV-UEK allein nach dem Kriterium der wesentlichen Bilanzveränderung beurteilte. Implenia gelang es im betreffenden Fall die eigenen Aktien einem Joint Venture Partner zu verkaufen, der sich verpflichtete die Aktien trotz eines Angebotes von Laxey zu behalten und die Aktienstimmen nur im Sinne der Anträge des Verwaltungsrates auszuüben.

2715 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 92.

traglichen Verpflichtungen nachzukommen und auch ihre Mitarbeiterbeteiligungsprogramme weiterzuführen.

In Art. 36 UEV werden nur einzelne Beispiele von Handlungen aufgeführt, die gemäss Art. 29 BEHG unzulässig sind, weshalb diese Aufzählung nicht abschliessend ist[2716]; letztlich wird nach der Grundregel von Art. 29 BEHG und Art. 36 Abs. 1 UEV jede Handlung der Zielgesellschaft erfasst, die zu einer wesentlichen Änderung des Aktiv- und Passivbestandes bzw. der Eventualverpflichtung oder des Charakters des Geschäftes führt[2717]. Damit werden insbesondere auch Änderungen im Passivbestand[2718] wie eine starke Neuverschuldung oder das Eingehen von grossen Eventualverbindlichkeiten durch die Gewährung von Garantien sowie auch der Abschluss von Verträgen erfasst, welche wesentliche neue Risiken oder Verpflichtungen mit sich bringen oder zu einer Veränderung des Geschäftsmodelles der Zielgesellschaft führen[2719]. Die in Art. 36 Abs. 2 UEV aufgeführten Beispiele dienen m.E. aber als Richtlinie zur Beurteilung dieser weiteren Handlungen, weshalb diese nur dann unzulässig sind, wenn sie die Intensität der ausdrücklich aufgeführten Beispiele erreichen. Dementsprechend ist die Grenze von 10% der Bilanzsumme, die in Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV genannt wird, die entscheidende „Wesentlichkeitsgrenze“, an der sich auch andere Transaktion messen müssen, die in Art. 36 Abs. 2 UEV nicht ausdrücklich aufgeführt werden[2720]. Diese Wesentlichkeitsgrenze lässt dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch die Möglichkeit, das operative Geschäft während der Angebotsfrist weiterzuführen und die Massnahmen zu ergreifen, die zur Fortentwicklung und Werterhaltung des Unternehmens notwendig sind[2721].

4.2.2.4 Die Erfüllung vorbestehender Verpflichtungen während der Angebotsfrist

Soweit sich die Zielgesellschaft schon vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung zu einer bestimmten Transaktion verpflichtet hat, kann sie diese auch nach diesem Zeitpunkt vollziehen, selbst wenn die betreffende Transaktion zu einer wesentlichen Veränderung des Aktiv- bzw. Passivbestandes im Sinne von Art. 29 BEHG führt. In diesem Sinne ist der Vollzug von Verträgen, die bereits vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung abgeschlossen worden sind, zulässig, selbst wenn das entsprechende Geschäft die vorne erwähnten Grenzen überschreitet, da die Be-

---

2716 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.1.1); von der Crone (2000b), S. 177.

2717 Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.1.2);. Bühler (2003), S. 28; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 229 f.

2718 Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer, wo der Abschluss eines Kreditvertrages als Abwehrmassnahme qualifiziert wurde.

2719 Vgl. Böckli (2004), S. 727; Frauenfelder (2001), S. 115 ff.; Bernet (1998), S. 277 ff.

2720 Nobel (2008a), S. 189; Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (E.1.1.2), wobei die UEK allerdings nicht ausschliesst, dass auch Veränderungen, die unter der Zehn-Prozent-Grenze liegen, als bedeutende Veränderungen im Sinne von Art. 29 Abs. 2 BEHG betrachtet werden können, wenn diese zu einer „qualitativen Verschlechterung der Aktiven oder Passiven“ führen.

2721 Vgl. Böckli (2004), S. 737.

schränkung der Abwehrmassnahmen nur Transaktionen verhindern soll, die wegen eines Übernahmeangebotes vorgenommen werden, nicht aber Transaktionen, die bereits vorher verbindlich vereinbart worden sind[2722]. Überdies kann es auch nicht Zweck der Übernahmeregeln sein, die Zielgesellschaft zu Vertragsverletzungen zu zwingen. Daher kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft z.B. einen vor der Veröffentlichung des Angebotes gültig vereinbarten Verkauf einer Tochtergesellschaft während der Angebotsfrist vollziehen. Das Gleiche gilt auch bezüglich der Ausgabe von Aktien zulasten des genehmigten Kapitals, wenn beispielsweise vor Veröffentlichung des Angebotes bereits mit dem Verkäufer eines Betriebs vereinbart wurde, dass der Kaufpreis teilweise durch Ausgabe von Aktien zulasten des genehmigten Kapitals beglichen wird.

Auch wenn im Zeitpunkt, in dem ein öffentliches Angebot bzw. eine Voranmeldung publiziert wird, noch kein Vertrag besteht, aber die Vertragsverhandlungen bzw. ein Kaufs- oder Verkaufsprozess so weit fortgeschritten ist, dass ein Abbruch zu Schadenersatzansprüchen aus der Verletzung von Vorverträgen oder aus culpa in contrahendo führen würde[2723], kann die entsprechende Transaktion getätigt werden. Allein der Umstand, dass der Verwaltungsrat vor dem Angebot einen Grundsatzbeschluss gefasst hat, bestimmte Aktiven zu veräussern oder zu erwerben bzw. Verträge einzugehen, die über die Grenze von Art. 29 BEHG hinausgehen, berechtigt dagegen nicht zur Durchführung der betreffenden Transaktion, auch wenn diese Absichten vorgängig publik gemacht worden sind[2724].

4.2.2.5 Ausnahmebewilligungen

Die Übernahmekommission kann gemäss Art. 4 UEV auf Antrag der Zielgesellschaft aus wichtigen Gründen Ausnahmen von dem in Art. 36 UEV vorgesehenen Verbot gewähren und der Zielgesellschaft erlauben, im Einzelfall Transaktionen durchzuführen, die zu einer wesentlichen Veränderung ihres Aktiv- oder Passivbestandes führen[2725]. Stellt die Zielgesellschaft einen derartigen Antrag, muss die Übernahmekommission das Interesse der Zielgesellschaft an der betreffenden Transaktion gegen das Interesse des Anbieters an der Vermeidung von Änderungen abwägen. Bei ihrer Entscheidung muss die Übernahmekommission daher abwägen, ob der mögliche Schaden, den die Zielgesellschaft bei einem Verzicht auf die Transaktion erleidet, grösser ist als das Interesse des Anbieters an einer

---

2722 Frauenfelder (2001), S. 114.

2723 Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E6.3); Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E.2.4 f.); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 232.

2724 Empfehlung der UEK vom 22. Juni 2005 i.S. Leica (E2.5); Margiotta, Praxis 2006, S. 229 f. Die unterschiedliche Beurteilung der UEK in den Fällen Leica und Sarna war allerdings nicht nur dadurch motiviert, dass Sarna im Zeitpunkt der Publikation des Angebotes dem Verkauf der Automotive-Sparte wesentlich näher war als Leica dem Verkauf der Metrology-Sparte, sondern auch vor allem dadurch, dass die Sika als Anbieterin im Fall Sarna eine Veräusserung der Sarna-Automotive-Sparte ausdrücklich begrüsste, während Hexagon die Metrology Division der Leica Geosystems AG zu einem Hauptgegenstand ihres Angebotes erklärt hatte.

2725 Frauenfelder (2001), S. 110; Bühler (2003), S. 45.

Übernahme der Zielgesellschaft in unverändertem Zustand[2726]. In diesem Sinne dürfte sich die Übernahmekommission insbesondere dann für eine Ausnahme entscheiden, wenn eine Transaktion für die Sicherung der Existenz der Zielgesellschaft wesentlich ist oder wenn eine für die Zielgesellschaft wesentliche Transaktion zu einem späteren Zeitpunkt nicht mehr durchgeführt werden kann[2727]. Eine Ausnahme ist insbesondere möglich, wenn die Zielgesellschaft eine Transaktion schon lange vorbereitet hat, indem sie z.B. Auktionsverfahren für den Verkauf einer Tochtergesellschaft oder eines Betriebes durchgeführt hat und damit rechnen muss, dass die Transaktion nicht mehr möglich ist, wenn das Verfahren für längere Zeit unterbrochen wird[2728].

Unabhängig von den oben aufgeführten Bedingungen gewährt die Übernahmekommission auch immer dann eine Ausnahme, wenn der Anbieter der betreffenden Transaktion zustimmt[2729]. M.E. ist es allerdings nicht sachgerecht, allein auf die Interessen des aktuellen Anbieters bzw. dessen Zustimmung abzustellen; gerade wenn eine bestimmte Änderung des Aktiven- und Passivenbestandes im Interesse des Anbieters liegt, kann sie sich gegen die Interessen potentieller Konkurrenzanbieter auswirken[2730]. Daher sollte die Übernahmekommission bei einer Zustimmung des Anbieters nicht automatisch eine Ausnahme gewähren, sondern die möglichen Auswirkungen auf einen Konkurrenzanbieter beachten und dementsprechend keine Ausnahme gewähren, wenn die betreffende Transaktion ausschliesslich im Interesse des Anbieters liegt bzw. dessen Position im speziellen Wettbewerb sichern soll[2731].

4.2.2.6 Beschlüsse der Generalversammlung

Auch die gemäss Art. 29 BEHG bzw. Art. 36 UEV grundsätzlich unzulässigen Transaktionen können gemäss Art. 29 Abs. 2 BEHG durchgeführt werden, wenn sie auf einem Beschluss der Generalversammlung beruhen, unabhängig davon, ob die Generalversammlung diesen Beschluss vor oder nach der Veröffentlichung des Angebotes gefasst hat[2732]. Soweit ein Generalversammlungsbeschluss allerdings vor der Veröffentlichung eines Angebote gefasst wurde, kann dieser nur dann Grundlage für entsprechende Handlungen des Verwal-

---

2726 Empfehlung der UEK vom 28. September 2001 i.S. ENR (E.1): Im konkreten Fall wurde die Ausnahme allerdings mangels Substantiierung der wichtigen Gründe abgelehnt. Vgl. zu dieser Interessenabwägung Frauenfelder (2001), S. 137 ff.

2727 Z.B. die Aufnahme von Krediten für die Finanzierung des laufenden Geschäftes.

2728 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E.6.4).

2729 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E.6).

2730 Vgl. den Verkauf der LaSalle Bank durch die ABN Amro vom Frühjahr 2007; ABN Amro machte diesen Verkauf im Einverständnis mit der Barclays Bank, welche gleichzeitig ein Angebot für ABN Amro machte. Dieser Verkauf war aber letztlich eine Massnahme, um andere mögliche Bieter, wie insbesondere die Royal Bank of Scotland, die ein starkes Interesse an der LaSalle Bank hatte, abzuwehren.

2731 Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna, in der die UEK nicht allein auf die Einwilligung der Anbieterin abstellte.

2732 Von der Crone (2000b), S. 177. Zobl (1997), S. 67; Gehrer (2003), S. 32 f.

tungsrates sein, wenn der betreffende Beschluss genügend konkret ist, d.h. die betreffende Transaktion derartig spezifisch beschreibt, dass den Aktionären bei der Beschlussfassung klar war, welche Handlungen der Verwaltungsrat vornehmen kann[2733]. Daher kann beispielsweise der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch nach Veröffentlichung eines öffentlichen Angebotes einen Unternehmensbereich verkaufen, wenn die Generalversammlung im Rahmen einer Zweckänderung vorgängig einen derartigen Verkauf genehmigt hat[2734]. In gleicher Weise kann der Verwaltungsrat auch das Kapital unter Ausschluss des Bezugsrechtes der bisherigen Aktionäre auf der Basis einer genehmigten Kapitalerhöhung erhöhen, wenn die Generalversammlung eine derartige Transaktion ausdrücklich erlaubt hat[2735]. Die Generalversammlung könnte aber auch während der Angebotsfrist beschliessen, eine der vorne erwähnten grundsätzlich unzulässigen Transaktionen durchzuführen und z.B. wesentliche Aktiven zu verkaufen oder eine hohe Ausschüttung vorzunehmen[2736].

Art. 29 BEHG führt für die Zeit von der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung bis zum Vollzug des Angebotes zu einer Kompetenzverschiebung zwischen der Generalversammlung und dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft: Die von Art. 29 BEHG und Art. 36 UEV erfassten Geschäfte, die aktienrechtlich gemäss Art. 716 OR in den Kompetenzbereich des Verwaltungsrates fallen und zum Teil sogar gemäss Art. 716a OR unentziehbare und unübertragbare Kompetenzen des Verwaltungsrates darstellen, fallen aufgrund der Übernahmesituation in die Kompetenz der Generalversammlung[2737]. Diese Kompetenzverschiebung gegenüber dem aktienrechtlichen Normalzustand ist gerechtfertigt, da sich der Verwaltungsrat bei derartigen Massnahmen in einem Interessenkonflikt befindet und daran gehindert werden sollte, zur Bewahrung der eigenen Stellung Massnahmen zu treffen, welche das Unternehmen schädigen, bzw. ein Angebot verhindern, das für die Aktionäre attraktiv ist[2738]. Bei der Generalversammlung besteht ein derartiger Interessenkonflikt dagegen nicht, da die Aktionäre selbst Adressaten des Angebotes sind und deshalb über ihre eigenen Interessen entscheiden[2739].

Da die Kompetenzverschiebung zwischen Verwaltungsrat und Generalversammlung während der Dauer des Angebotes zwingend ist, kann sie nicht

---

2733 Zobl (1997), S. 67; Böckli (1998b), S. 250; allgemeine Ermächtigungsbeschlüsse sind dagegen unzulässig, da damit die vom Gesetzgeber gewollte Kompetenzverschiebung zugunsten der Generalversammlung aufgehoben würde, vgl. dazu hinten.

2734 Böckli (2004), S. 731.

2735 Dubs (2006), S. 45 ff.

2736 Eine derartige Konstellation ist allerdings wenig wahrscheinlich, da beim Zustandekommen einer derartigen Mehrheit für Abwehrmassnahmen das Angebot ohnehin nicht von einer genügenden Anzahl von Personen angenommen wird. Seit der Einführung des BEHG wurde m.E. noch nie von einer Generalversammlung während eines Übernahmeverfahrens ein Abwehrbeschluss gefasst.

2737 Bertschinger (1998), S. 331; Zobl (1997), S. 67; Watter/Dubs (1998), S. 1318; zum Teil a.M. Frauenfelder (2001), S. 124 ff.; Harris (2005), S. 77; Dubs (2006), S. 43.

2738 Tschäni/Oertle, BSK, N. 11 zu Art. 29 BEHG; vgl. zu diesem Interessenkonflikt Bertschinger (1998), S. 330.

2739 Vgl. von der Crone (1997b), S. 88.

durch eine entsprechende Statutenbestimmung aufgehoben oder geändert werden[2740]. Aus dem gleichen Grund ist es auch nicht möglich, vor dem Vorliegen eines konkreten Übernahmeangebotes den Verwaltungsrat in einem Generalversammlungsbeschluss ganz allgemein zu ermächtigen, den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise zu verändern. Die Zustimmung der Generalversammlung zu einer Abweichung von Art. 29 BEHG muss – wie oben dargestellt – so konkret sein, dass die Aktionäre wissen, über welche Transaktion sie entscheiden, und nicht einfach eine allgemeine „Rückdelegation" zugunsten des Verwaltungsrates vornehmen[2741].

Da mit einem Entscheid der Generalversammlung der Bestand von Aktiven und Passiven der Zielgesellschaft in erheblicher Weise geändert werden kann, führen Art. 29 BEHG und Art. 36 UEV nicht zu einem absoluten Schutz des Anbieters vor wesentlichen Veränderungen des Kaufobjektes während der Angebotsdauer. Auch wenn es bisher m.E. noch nie zu einem Generalversammlungsbeschluss im Sinne von Art. 29 Abs. 2 BEHG gekommen ist, empfiehlt es sich daher für den Anbieter, sein Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass keine wesentlichen Änderungen des Aktiv- und Passivbestandes vorgenommen werden, sodass er von der Transaktion zurücktreten kann, wenn es durch einen Generalversammlungsbeschluss zu Änderungen kommt, welche die für Art. 29 BEHG massgebenden Grenzwerte überschreiten[2742].

4.2.3 Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechtes

Gemäss Art. 37 UEV sind auch Abwehrmassnahmen unzulässig, die „offensichtlich" das Gesellschaftsrecht verletzen[2743], wobei von dieser Bestimmung nicht nur Handlungen des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung, sondern auch Beschlüsse der Generalversammlung erfasst werden[2744]. Obwohl derartige Handlungen und Beschlüsse gesellschaftsrechtlich durch Anfechtungsklage bzw. die Haftung des Verwaltungsrates und zum Teil sogar durch Nichtigkeitsfolge sanktioniert werden[2745], ist diese Vorschrift zum Schutz der Anleger bei Übernahmen sinnvoll, da sie es der Übernahmekommission ermöglicht, bei derartigen gesellschaftsrechtlich unzulässigen Abwehrmassnahmen schnell einzugreifen[2746]. Die gesellschaftsrechtlichen Sanktionen greifen auf dem Weg des

---

2740 Bertschinger (1998), S. 331; Nobel (2004b), S. 10; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 227.

2741 Vgl. Böckli (2004), S. 732; von der Crone (2000b), S. 177; Vgl. Küng/Huber/Kuster (1998), N. 12 zu Art. 29 BEHG; vgl. Frauenfelder (2001), S. 127 ff.; a.M. Zobl (1997) der Zielgesellschaft, S. 67 und wohl auch Tschäni/Oertle, BSK, N. 20 zu Art. 29 BEHG, die eine derartige vorgängige Rückdelegation von der Generalversammlung unter bestimmten Bedingungen erlauben wollen.

2742 Vgl. Ziff. III.K.4.2.2.

2743 Vgl. Tschäni (2003a), S. 406, mit Hinweis auf den Fall Holvis, in dem sich die Frage gesellschaftsrechtlich unzulässiger Abwehrmassnahmen gestellt hat; Werlen (2001), S. 168 ff.; Bernet (1998), S. 282 ff.; kritisch zu dieser Formulierung Homburger ZK N. 1006 zu Art. 717 OR.

2744 Gehrer (2003), S. 35; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 234.

2745 Vgl. dazu Ziff. III.K.3.2 f.

2746 Von der Crone (2000b), S. 177; Frauenfelder (2001), S. 163 ff.; Böckli (1998b), S. 249.

Zivilprozesses dagegen erst nach relativ langer Zeit und können daher den Ausgang eines Übernahmeverfahrens nicht mehr beeinflussen[2747].

Die Abgrenzung zwischen gesellschaftsrechtlich zulässigen, gesellschaftsrechtlich unzulässigen und gesellschaftsrechtlich „offensichtlich" unzulässigen Massnahmen ist in der Praxis allerdings schwierig. M.E. dürfte eine Massnahme nur dann „offensichtlich unzulässig" sein, wenn die Auslegung der verletzten Bestimmung in der massgebenden Lehre einheitlich ist oder ein klares Präjudiz des Bundesgerichtes vorliegt[2748]. Damit sind insbesondere Abwehrmassnahmen unzulässig, die klar gegen den Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre verstossen oder direkt die Interessen der Gesellschaft verletzen d.h. deren Vermögen vermindern, um einem dem Verwaltungsrat genehmen Anbieter einen Vorteil zu verschaffen oder aber um einen unerwünschten Anbieter abzuschrecken. In diesem Sinne stellen m.E. Lock-up-Vereinbarungen mit dem ersten Anbieter, exzessive „Golden Parachutes"-Vereinbarungen, die in Anbetracht eines drohenden Angebotes unterzeichnet werden, sowie eine rechtsungleiche Behandlung von Eintragungsgesuchen im Rahmen der Vinkulierung offensichtliche Verletzungen des Aktienrechts dar[2749].

Wenn eine Abwehrmassnahme das Aktienrecht offensichtlich verletzt und deshalb von Art. 37 UEV erfasst wird, ist sie unabhängig vom Zeitpunkt, in dem sie vorgenommen wurde nichtig, d.h., auch wenn sie vor Veröffentlichung eines Angebotes oder einer Voranmeldung eingeleitet wurde. Wesentlich für die Anwendung von Art. 37 UEV ist letztlich nur, dass sich die betreffende Massnahme auf das Angebot auswirkt[2750]. Damit kann die Übernahmekommission auch dann die Nichtigkeit einer derartigen Abwehrmassnahme feststellen,

---

2747 Kritisch zur Verschiebung der Beurteilungskompetenz der UEK/EBK Homburger, ZK, N. 1006 zu Art. 717 OR.

2748 Zum Begriff der „offensichtlich unzulässigen" Massnahme: Verfügung der UEK 408/01 vom 2. April 2009 i.S. Partners Group (E.2); Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E.2.1.4); Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3.2); Verfügung der EBK vom 19. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.39); UEK und EBK gehen davon aus, dass eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts vorliegt, wenn eine Verletzung des Gesellschaftsrechts aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar ist; Böckli (2004), S. 736; Zobl (1997), S. 69; Frauenfelder (2001), S. 168; Gehrer (2003), S. 36 mit einer Übersicht über die unterschiedlichen Auffassungen über den Begriff der „offensichtlichen" Verletzung des Gesellschaftsrechts; vgl. zu dieser Problematik unter Bezugnahme auf den Fall Holvis: Tschäni/Oertle, BSK, N. 15 zu Art. 29 BEHG; vgl. Werlen (2001), S. 169 ff.; Bernet (1998), S. 284; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 235. Kritisch zur Praxis der UEK Brechbühl/Hurni (2005), S. 1551, die der Ansicht sind, dass Art. 37 UEV nur Handlungen der Gesellschaft erfasst, die nichtig sind. M.E. schränkt diese Auffassung den Kognitionsbereich der UEK zu stark ein. Der Zweck von Art. 37 UEV verlangt, dass die UEK nicht nur dann einschreitet, wenn eine Handlung in den sehr engen Bereich der aktienrechtlichen Nichtigkeit fällt, sondern immer dann, wenn ein Angebot in klarer Verletzung des Gesellschaftsrechtes behindert wird. Die Einschränkung auf nichtige Handlungen würde auch den Sinn von Art. 36 UEK in Frage stellen, da die UEK nichtige Beschlüsse nicht untersagen muss, weil diese ohnehin nicht wirksam sind.

2749 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3); Verfügung der EBK vom 19. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.33 ff.); Nobel (2006), S. 148; vgl. zur Kasuistik Frauenfelder (2001), S. 171 ff.; Gehrer (2003), S. 37; vgl. Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia (E.2.2.5), wo die UEK bei einer umstrittenen Fragen im Bereich der Vinkulierung zum Schluss kam, dass keine „offensichtliche" Verletzung des Aktienrechts vorliegt.

2750 Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 63; Bernet (1998), S. 288; Werlen (2001), S. 171; Frauenfelder (2001), S. 163 f.; Gehrer (2002), S. 36; a.M. Böckli (2004), § 7 N. 189.

wenn sie vor dem formellen Beginn des Übernahmeverfahrens eingeleitet worden ist[2751].

4.2.4 Rechtsfolgen unzulässiger Transaktionen

Nimmt die Geschäftsleitung oder der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Transaktion vor oder schliesst einen Vertrag ab, der Art. 29 BEHG bzw. Art. 36 UEV widerspricht, ohne diese Handlung von der Generalversammlung genehmigen zu lassen, so sind die betreffende Transaktion bzw. der entsprechende Vertrag nichtig, da sie nicht vom gesetzlich zuständigen Organ genehmigt wurden[2752]. Dabei kann es für die Drittpartei auch keinen Gutglaubensschutz geben, da einerseits die gesetzliche Regelung von Art. 29 BEHG als bekannt vorausgesetzt werden muss und andererseits aufgrund der Publikation des Übernahmeangebotes bzw. einer Voranmeldung auch die Tatsache bekannt ist, dass diese Bestimmung zur Anwendung kommt[2753]. In Anbetracht der relativen Grösse der von Art. 29 BEHG erfassten Transaktionen wäre es einem Dritten auch zuzumuten, sich über die Verfügungsmacht der Organe der Zielgesellschaft zu vergewissern und abzuklären, ob es bezüglich der Zielgesellschaft bereits zu einem Übernahmeversuch gekommen ist.

Konsequenz der Nichtigkeit ist, dass Verträge, die Art. 29 BEHG verletzen, dahinfallen und nicht erfüllt werden müssen und dass bereits vorgenommene Erfüllungshandlungen rückabgewickelt werden müssen. Kann eine unzulässige Transaktion aus faktischen Gründen nicht mehr rückabgewickelt werden, so wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gemäss Art. 754 OR für den der Gesellschaft durch die Transaktion zugefügten Schaden ersatzpflichtig[2754].

4.2.5 Zeitlicher Anwendungsbereich der börsenrechtlichen Einschränkungen von Abwehrmassnahmen

Die börsenrechtlichen Einschränkungen der Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft gelten gemäss Art. 29 Abs. 2 BEHG für den Zeitraum zwischen der Veröffentlichung des Angebotes und der Veröffentlichung des Endergebnisses[2755]. Veröffentlicht der Anbieter eine Voranmeldung, so gelten diese Einschränkungen gemäss Art. 7 Abs. 3 lit. c UEV bereits vom Zeitpunkt an, in dem die Voranmeldung publiziert wird[2756]. Daher können diese Einschränkun-

---

2751 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3.3); Verfügung der EBK vom 19. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.33 ff.).

2752 Tschäni/Oertle, BSK, N. 22 zu Art. 29 BEHG; von der Crone, 1997, S. 87; Böckli (2004), S. 733; Tschäni (2003a), S. 410; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 239; vgl. auch Empfehlung der UEK vom 5. Dezember 2001, i.S. Baumgartner (E.1.1).

2753 Werlen (2001), S. 187; a.M. Zobl (1997), S. 66 und Frauenfelder (2001), S. 143; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 239.

2754 Dazu Ziff. III.K.3.3.

2755 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 228; Gerhard (2006), S. 220.

2756 Vgl. Frauenfelder (2001), S. 108 ff.; Werlen (2001), S. 172 ff.

gen vor allem dann für eine lange Zeit Geltung beanspruchen, wenn das erste Übernahmeangebot mit einer Voranmeldung eingeleitet wird und es nachher zu Konkurrenzangeboten kommt, welche zu einer Verlängerung der Angebotsfristen führen[2757]. Dies kann zu einer erheblichen Einschränkung der operativen Möglichkeiten der Zielgesellschaft führen, wobei es allerdings, wie in Ziff. III.K.4.2.2.5 dargestellt, möglich ist, eine Ausnahme zu beantragen, wenn diese Einschränkung für die Zielgesellschaft zu erheblichen Problemen führt.

Aufgrund des klaren Wortlautes von Art. 29 Abs. 2 BEHG hat diese Bestimmung keine Vorwirkung, sondern kommt erst zur Anwendung, wenn ein Übernahmeangebot veröffentlicht bzw. eine formelle Voranmeldung publiziert worden ist[2758]. Dies erlaubt es der Zielgesellschaft, auch dann vor der Veröffentlichung bzw. Voranmeldung eines Übernahmeangebotes Transaktionen bzw. Abwehrmassnahmen vorzunehmen, die gemäss Art. 29 BEHG nach diesem Zeitpunkt unzulässig wären, wenn der Zielgesellschaft bekannt ist, dass eine Drittpartei ein Übernahmeangebot lancieren will. Diese Freiheit ist allerdings nicht schrankenlos:

- Aktienrechtliche Schranken

  Die aktienrechtlichen Verpflichtungen des Verwaltungsrates, die Interessen der Gesellschaft zu wahren, verbieten es dem Verwaltungsrat, Abwehrmassnahmen vorzunehmen, die das Unternehmen schädigen[2759]. In diesem Sinne sind z.B. die Vereinbarung von Crown Jewel Options[2760], die es einem Dritten ermöglichen, im Falle einer Übernahme wichtige Aktiven günstig zu übernehmen, oder die Vereinbarung übermässiger Abgangsentschädigungen zugunsten des Managements unzulässig, auch wenn sie vor der Veröffentlichung eines Angebotes vereinbart werden[2761]. Wie in Ziff. III.K.3.3 dargestellt, können derartige Massnahmen auch zu

---

2757 So dauerte z.B. das Übernahmeverfahren der SIG vom 25. September 2006 (Publikation der Voranmeldung des Erstanbieters) bis zum 11. Mai 2007 (Vollzug des erhöhten Zweitangebotes).

2758 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.2.1); Verfügung der EBK vom 19. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E.26); Nobel (2006), S. 148; Margiotta, Praxis 2006, S. 228; Brechbühl/Hurni (2005), S. 1549; von der Crone (2000a), S. 232; Tschäni/Diem (2006), S. 62; Bahar (2004), S. 221; vgl. Botschaft Börsengesetz, S. 47, wo ausdrücklich festgehalten wird, dass Generalversammlung und Verwaltungsrat vor der Veröffentlichung eines Angebotes ihre üblichen Kompetenzen behalten sollen; a.M. Bertschinger (1998), S. 332; Böckli (2004), S. 725, der davon ausgeht, dass Art. 29 BEHG von dem Zeitpunkt an Wirkung entfaltet, in dem die Zielgesellschaft Kenntnis vom Entschluss des Anbieters hat, ein Angebot bzw. eine Voranmeldung zu veröffentlichen; auch wenn die teleologische Begründung überzeugend wirkt, widerspricht diese Ansicht dem klaren Gesetzestext. Überdies wäre die Umsetzung der Vorwirkung in der Praxis auch schwierig: Attraktive Unternehmen werden häufig von Dritten angegangen, die in mehr oder weniger konkreter Form ihr Interesse an einer Übernahme bekanntgeben, ohne dass es nachher zu einem Angebot kommt. Würde jede dieser Aussagen zu einer Beschränkung der Handlungsfähigkeit der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG führen, so würde die unternehmerische Tätigkeit stark gestört, was nicht im Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre liegen kann; vgl. zur Übersicht über die unterschiedlichen Meinungen bezüglich des zeitlichen Geltungsbereiches: Gehrer (2003), S. 27 ff.

2759 Vgl. vorne Ziff. III.K.3.2.

2760 Vgl. Dazu Ziff. III.H.7.3 hinten.

2761 Vgl. Ziff. III.K.6.4 hinten.

Verantwortlichkeitsansprüchen gegen die Organe führen, welche die betreffenden Vereinbarungen abgeschlossen haben[2762].

– Börsenrechtliche Schranken aufgrund von Art. 37 UEV

Soweit eine Abwehrmassnahme offensichtlich gegen Gesellschaftsrecht verstösst, ist sie, unabhängig vom Zeitpunkt, in dem sie vorgenommen wurde, aufgrund von Art. 37 UEV nichtig, wenn sie sich auf ein späteres Angebot auswirkt[2763]. Dies ermöglicht es der Übernahmekommission, gegen die betreffenden Vereinbarungen bzw. Massnahmen einzuschreiten und ihre Ungültigkeit festzustellen, selbst wenn diese Abwehrmassnahmen vor der Publikation des Angebotes bzw. einer Voranmeldung eingeleitet wurden[2764].

– Börsenrechtliche Erfassung von „Vorratsbeschlüssen"

Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zwar vor der Veröffentlichung eines Angebotes Massnahmen beschlossen hat, diese aber erst nach Veröffentlichung eines Übernahmeangebotes bzw. einer Voranmeldung umgesetzt werden, so unterliegt die Umsetzung dieser Beschlüsse den Beschränkungen von Art. 29 BEHG, da diese Bestimmung, wie vorne dargestellt, nicht nur den Verwaltungsratsbeschluss selbst erfasst, sondern auch dessen Umsetzung[2765].

4.3 Gleichbehandlungspflicht bei konkurrierenden Angeboten

Gemäss Art. 49 UEV ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verpflichtet, konkurrierende Anbieter gleich zu behandeln. Diese Thematik wird vorne in Ziff. III.H.3 behandelt.

4.4 Pflichten der Zielgesellschaft, die in Absprache mit dem Anbieter handelt

Wie in Ziff. III.F.3.2 im Einzelnen dargestellt ist, gehört die Zielgesellschaft zum Kreis der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, wenn Zielgesellschaft und Anbieter eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen haben oder wenn der Anbieter die Zielgesellschaft bereits vor der Publikation des Angebotes aufgrund einer Aktienmehrheit oder aufgrund von Vereinbarungen beherrscht, die er mit den einzelnen Mitgliedern des Verwaltungsrates abgeschlossen hat[2766]. In diesem Fall gelten gemäss Art. 12 UEV gewisse Pflichten, die den Anbieter treffen, auch für die Zielgesellschaft selbst. Insbesonde-

---

2762 Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 63.

2763 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3); vgl. von der Crone (2000a), S. 233; Tschäni/Diem (2006), S. 63; Dubs (2006), S. 46; Margiotta, Praxis 2006, S. 228.

2764 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3); kritisch: Brechbühl/Hurni (2005), S. 1550 f.

2765 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.1.1.4); vgl. von der Crone (2000a), S. 232; Margiotta, Praxis 2007, S. 254.

2766 Vgl. Empfehlung der UEK vom 20 Dezember 2004 i.S. Maag (E3.3).

re untersteht die Zielgesellschaft der verschärften Meldepflicht für Transaktionen mit eigenen Aktien, wobei Käufe eigener Aktien auch unter die Best-Price-Regel fallen[2767].

4.5 Ad-hoc-Publizität

Die Ad-hoc-Publizität gemäss Art. 72 KR ist keine spezifische übernahmerechtliche Regelung, sondern regelt die Informationspflicht kotierter Unternehmen im Allgemeinen[2768]. In einer Übernahmephase erhält die Ad-hoc-Publizität aber erhöhte Bedeutung für die Zielgesellschaft: Ihr Verwaltungsrat muss sich bei jedem einzelnen Schritt im Rahmen des Übernahmeverfahrens, d.h. vom Erhalt der ersten Einladung zu Verhandlungen bis zum Ablauf der Angebotsfrist, immer die Frage stellen, ob er die Aktionäre und die Öffentlichkeit über diese neuen Entwicklungen im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht zu informieren hat.

Ziel der Ad-hoc-Publizität ist es sicherzustellen, dass die Marktteilnehmer von kotierten Unternehmen im Sinne der von Art. 1 BEHG geforderten Transparenz zeitnah über neue kursrelevante Entwicklungen im Unternehmen orientiert werden[2769]. Mit dieser Information soll sichergestellt werden, dass sich für die Beteiligungspapiere der Gesellschaft ein effizienter Markt bilden kann, der alle Informationen über das Unternehmen verarbeitet und damit den tatsächlichen Wert des Unternehmens möglichst genau widerspiegelt[2770]. Die Ad-hoc-Publizität baut aber auch den Informationsvorsprung von Insidern ab und verhindert auf diese Weise Insiderdelikte bereits im Ansatz[2771].

Die Sicherstellung der Transparenz durch Ad-hoc-Publizität ist gerade im Übernahmeverfahren wichtig: Einerseits kann die Veröffentlichung neuerer Informationen über das Angebots- bzw. Übernahmeverfahren selbst grosse Kursveränderungen auslösen[2772]; andererseits können kursrelevante Informationen, die sich auf Zustand und Tätigkeit der Zielgesellschaft beziehen, aber auch dazu führen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft ein bereits vorliegende Angebot anders einschätzen[2773].

2767 Vgl. dazu Ziff. III.F.3.2.

2768 Ad-Ho-Publizitätsrichtlinie der SWX vom 29. März 2006, Rz. 2; Huber/Gruber (2005), S. 2; Hsu (2000), S. 120 ff.

2769 Ad-Hoc-Publizitätsrichtlinie der SWX vom 29. März 2006, Rz. 1; Lüchinger (2004), S. 236; Huber/Gruber (2005), S. 2; Hsu (2000), S. 111 ff., 14 ff. Lanz/Gruber (2007), S. 288. Epper (2008), S. 36 f.

2770 Von der Crone, S. 159; Hsu (2000), S. 21 ff., insbesondere 38 ff.; zur Preisbildung im effizienten Markt Ziff. I.1.1.1.

2771 Böckli (2004), S. 695; Huber/Gruber (2005), S. 2.

2772 Hsu (2000), S. 173 ff.

2773 So können insbesondere die Gewinnentwicklung der Zielgesellschaft oder auch einzelne Transaktionen – wie der Erhalt grosser Aufträge oder der Abschluss wesentlicher Kooperations- und Lizenzverträge – die Bewertung der Zielgesellschaft massgebend beeinflussen, sodass ein Angebot plötzlich nicht mehr attraktiv ist.

4.5.1 Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zu den übernahmerechtlichen Informationspflichten

Einzelne Autoren gehen zum Teil davon aus, dass die Ad-hoc-Publizität im Verhältnis zu den übernahmerechtlichen Publikationspflichten eine subsidiäre Stellung hat und dass die diesbezüglichen Regelungen – wie insbesondere die Pflicht der Zielgesellschaft, gemäss Art. 29 BEHG eine Stellungnahme des Verwaltungsrates zu publizieren – als lex specialis der Ad-hoc-Mitteilungspflicht vorgehen[2774]. M.E. ist das Verhältnis zwischen Ad-hoc-Publizitätspflicht und übernahmerechtlichen Mitteilungspflichten jedoch differenzierter zu betrachten:

- Die Ad-hoc-Meldepflicht gilt uneingeschränkt auch während des Übernahmeverfahrens, da das Kotierungsreglement keine Ausnahmen für Übernahmeverfahren vorsieht[2775]; dementsprechend ist die Zielgesellschaft verpflichtet, Tatsachen, die der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterstehen, gemäss den Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität sofort bekanntzugeben. Die Zielgesellschaft kann daher nach der Publikation eines Angebotes nicht die gemäss Art. 72 KR notwendigen Ad-hoc-Mitteilungen über die geschäftliche Entwicklung der Gesellschaft bis zur Publikation des Berichtes im Sinne von Art. 29 BEHG verschieben, weil die betreffenden Informationen in diesem Bericht aufgeführt werden müssen[2776]. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht geht daher den übernahmerechtlichen Publizitätsvorschriften insoweit vor, als sie in zeitlicher Hinsicht eine schnellere Information verlangt als dies gemäss den übernahmerechtlichen Vorschriften notwendig wäre.

- Muss eine kotierte Gesellschaft eine durch übernahmerechtliche Vorschriften vorgesehene Mitteilung machen, die gleichzeitig unter die Ad-hoc-Mitteilungspflicht fällt [2777], so muss sie sich bei der Veröffentlichung der entsprechenden Mitteilung an die Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität halten und insbesondere den in Art. 72 Abs. 4 vorgesehenen Gleichbehandlungsgrundsatz wahren und auch die zeitlichen Vorgaben über die Ad-hoc-Publizität einhalten[2778]. Dies sieht nun seit der Revision per 1.1.2009 auch Art. 33 Abs. 4 UEV bezüglich der Stellungnahme des Verwaltungsrates und allfälliger Ergänzungen zu dieser Stellungnahme

---

2774 Nobel (2004b), § 10, N. 150; Hsu (2000), S. 174.

2775 Glatthaar (2007), S. 76.

2776 Eine derartige Verschiebung der Bekanntgabe ist nur möglich, wenn berechtigte Gründe im Sinne von Art. 72 Abs. 1 KR vorliegen.

2777 Z.B. Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Sinne von Art. 29 BEHG, sofern dieser Informationen über die Entwicklung oder die Absichten der Zielgesellschaft enthält, welche die Kurse der Zielgesellschaft erheblich beeinflussen können.

2778 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.5.5; die gemäss Art. 72 KR erforderliche Publikation in einem elektronischen Medium tritt damit neben die vom Übernahmerecht vorgesehene zusätzliche Veröffentlichung in bestimmten Zeitungen.

ausdrücklich vor, da diese Bestimmung für diese Mitteilungen die gleichen Publikationsformen vorschreibt, wie bei Adhoc-Publikationen[2779].

- Die verschiedenen Mitteilungspflichten, die sich aus den übernahmerechtlichen Vorschriften ergeben, gehen dagegen der Ad-hoc-Meldungspflicht insofern vor, als die entsprechenden Mitteilungen auch dann gemacht werden müssen, wenn die betreffenden Informationen nach den Vorschriften über die Ad-hoc-Publikationspflicht nicht bekanntgegeben werden müssten, da sie nicht kursrelevant sind.

4.5.2 Bekanntgabepflicht und Aufschub

4.5.2.1 Bekanntgabepflicht

Eine kotierte Gesellschaft ist gemäss Art. 72 KR verpflichtet, den Markt über alle kursrelevanten Tatsachen, welche in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind, zu informieren[2780].

Nur Tatsachen, die im Unternehmen selbst eingetreten sind, sind im Rahmen der Ad-hoc-Publizität publizitätspflichtig; Handlungen Dritter sind dagegen nicht publizitätspflichtig[2781]. Damit unterliegen Kontaktnahmen durch Dritte, die der Zielgesellschaft schriftlich oder mündlich ihr Interesse an einer Übernahme mitteilen, schon von vornherein nicht der Ad-hoc-Publizitätspflicht und müssen von der Zielgesellschaft nicht bekanntgegeben werden[2782].

Im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht müssen im Weiteren nur Tatsachen offengelegt werden, die kursrelevant sind. Gemäss Art. 72 Abs. 1 KR gilt eine Tatsache als kursrelevant, wenn sie geeignet ist, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen[2783]. Die SWX hat die Frage, wann eine bestimmte Kursbewegung erheblich ist, bewusst offengelassen und keinen entsprechenden Prozentsatz definiert[2784]. M.E. bemisst sich diese Grenze an der normalen Tagesschwankung der Aktien der betreffenden Gesellschaft, da mit der Ad-hoc-Publizität nur Tatsachen erfasst werden sollen, die aussergewöhnliche Kursschwankungen hervorrufen; nur eine Kursveränderung, die klar über der normalen täglichen Schwankungsbreite liegt, kann dementsprechend als er-

---

2779 Tschäni/Diem/Wolf (2009), S. 93.

2780 Ad-Hoc-Publizitätsrichtlinie der SWX vom 29. März 2006, Rz. 3; Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 3, N. 1 ff.; Huber/Gruber (2005), S. 2; Weber (2002), S. 297 ; Daeniker/Roberto (2006), S. 141.

2781 Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie Rz. 3 N. 8 ff.; Lüchinger (2004), S. 239; Hsu (2000), N. 128 ff. sowie S. 166 ff.; Huber/Gruber (2005), S. 4; vgl. zu den Haftungsaspekten dieser Regelung: Wiegand (1998), S. 153 ff.; Daeniker/Roberto (2006), S. 143 ff., 150 ff.

2782 Hsu (2000), S. 174 f.

2783 Böckli, Ad (2003), S. 98 f.; Lüchinger (2004), S. 240; Huber (2005), S. 1 f.; Hsu (2000), S. 192 ff.; von Fischer (1997), S. 86; Marolda (2006), S. 301.

2784 Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 4 N. 4; Lüchinger (2004), S. 241; Huber/Gruber (2005), S. 4.

heblich betrachtet werden[2785]. Auch wenn diese Definition im konkreten Fall nicht alle Unsicherheiten beseitigt, da bei einzelnen Tatsachen oft nicht vorausgesehen werden kann, ob sie tatsächlich entsprechende Kursschwankungen hervorrufen, spielt die Eingrenzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf kursrelevante Tatsachen im Übernahmebereich praktisch keine Rolle. Wird bekanntgegeben, dass die Zielgesellschaft mit einer Drittperson über eine Übernahme verhandelt oder eine Drittperson ein Angebot angekündigt hat, löst dies normalerweise Kursschwankungen im Bereich der erwarteten Übernahmeprämie aus. Da diese meist zwischen 15 und 35% liegt, gehen diese Kursschwankungen – unabhängig von der genauen Definition der normalen Tagesschwankungen – immer über den Bereich der üblichen Tagesschwankungen hinaus und sind damit im Sinne von Art. 72 KR kursrelevant[2786].

4.5.2.2 Aufschub der Bekanntgabe

Sofern eine Tatsache gemäss Art. 72 KR publikationspflichtig ist, muss sie grundsätzlich sofort nach ihrem Eintritt veröffentlicht werden[2787]. Art. 72 Abs. 2 KR ermöglicht es aber, die Bekanntgabe einer kursrelevanten Information aufzuschieben, wenn die betreffende Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Unternehmens beruht und die Veröffentlichung dieser Tatsache geeignet ist, die Interessen des Unternehmens zu beeinträchtigen[2788]. Ein derartiger Aufschub der Ad-hoc-Publizität ist allerdings nur möglich, wenn das betreffende Unternehmen die entsprechende Information tatsächlich geheim hält, da die selektive Bekanntgabe an einzelne Marktteilnehmer das Gleichbehandlungsprinzip verletzen würde[2789]. Daher muss ein Unternehmen, das sich entschlossen hat, eine publikationspflichtige Tatsache geheim zu halten, alle notwendigen Massnahmen treffen, um die Geheimhaltung der betreffenden Tatsache sicherzustellen[2790]: Zu diesem Zweck muss einerseits der Kreis der Personen, denen die Tatsache bekannt ist, klein gehalten werden, andererseits sind alle Personen, die Kenntnis von der betreffenden Tatsache haben, durch den Abschluss entsprechender Geheimhaltungsvereinbarungen zur Geheimhaltung zu verpflichten[2791]. Kommt es trotz dieser Massnahmen zu einem „Leck“, d.h.,

---

2785 Zur gleichen Grössenordnung dürfte auch die üblicherweise verwendete Formel führen, dass eine Tatsache dann von erheblicher Kursrelevanz ist, wenn ein durchschnittlicher Investor aufgrund dieser Tatsache einen Investitionsentscheid fällen würde; De Beer (1998), S. 35; Huber/Gruber (2005), S. 5; Leu (2002), S. 69; Huber/Hodel/Staub Gierow (2004), N. 24 zu Art. 72 KR; Daeniker/Roberto (2006), S. 141; ein rational handelnder Investor macht keine Tatsachen, die in den normalen Marktschwankungen untergehen, zur Basis eines Transaktionsentscheides; um eine Transaktion zu rechtfertigen, muss die zu erwartende Kursveränderung vielmehr über die normalen Tagesschwankungen hinausgehen.

2786 Von der Crone (2000b), S. 158; Hsu (2000), S. 173 ff.; Marolda (2006), S. 564.

2787 Böckli (2003), S. 91 f.; Huber/Gruber (2005), S. 5; Hsu (2000), S. 228; Daeniker/Roberto (2006), S. 141.

2788 Vgl. SWX-Kommentar zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 16 N. 8; Lüchinger (2004), S. 242 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 44. Lanz/Gruber (2007), S. 298. Epper (2008), S. 38; Daeniker/Roberto (2006), S. 142.

2789 Von der Crone (2000b), S. 158; Huber/Gruber (2005), S. 5; Hsu (2000), S. 216.

2790 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 46; Tschäni/Iffland (2005), S. 761 f.

2791 Vgl. Richtlinie betr. Ad-hoc-Publizität vom 29. März 2007, Rz. 17 f. Auf spezifische Vereinbarung kann bei denjenigen Personen verzichtet werden, die aufgrund gesetzlicher Regeln (Anwaltsgeheimnis etc.) bereits zur Geheimhaltung verpflichtet sind.

wird die geheim zu haltende Tatsache einzelnen Anlegern bekannt, so muss diese bisher geheime Tatsache sofort in der Form einer Ad-hoc-Mitteilung allgemein bekanntgegeben werden[2792], um die Gleichbehandlung der Aktionäre bezüglich Information sicherzustellen[2793]. Die Zielgesellschaft muss daher den Markt beobachten, um festzustellen, ob es Anzeichen für ein derartiges Leck gibt. Allerdings kann nicht jedes Gerücht, das im Markt zirkuliert, und auch nicht jede provokative Frage eines Journalisten als Indiz für ein Leck bzw. die Durchbrechung der Geheimhaltung gewertet werden; ein Leck liegt nur vor, wenn aus den Informationen, die im Markt zirkulieren, hervorgeht, dass ein Marktteilnehmer detaillierte Kenntnis von der geheim gehaltenen Tatsache hat[2794].

Entschliesst sich ein Unternehmen, Verhandlungen über ein mögliches Angebot oder die Durchführung einer Due Diligence geheim zu halten, muss es daher bei allgemeinen Anfragen über mögliche Übernahmen oder bei unspezifischen Übernahmegerüchten noch nicht mit einer Bekanntgabe reagieren. Wenn im Markt aber Informationen kursieren, aus denen die Grundzüge der geheim gehaltenen Tatsachen ersichtlich sind[2795], liegt mit höchster Wahrscheinlichkeit ein Leck vor, auf das das Unternehmen mit einer Bekanntgabe reagieren muss[2796]. Dieser Punkt wird beispielsweise erreicht, wenn ein Journalist oder Analyst das Unternehmen mit Aussagen konfrontiert, aus denen hervorgeht, dass er sowohl den tatsächlichen Verhandlungspartner der Zielgesellschaft wie auch die Parameter des Angebotes kennt, über das verhandelt wird[2797].

Um sicherzustellen, dass die Gesellschaft auf ein Leck richtig reagiert, empfiehlt sich für ein Unternehmen, das sich zur Geheimhaltung ac-hoc-pflichtiger Tatsachen entschliesst, von Anfang an ein „Emergency Communication Concept“ zu erstellen[2798]. In diesem Kommunikationskonzept wird nicht nur definiert, wie das Unternehmen auf Gerüchte, provokative Fragen und ein echtes Leck reagiert, sondern auch festgehalten, welche Meldung in einer derartigen Situation zu veröffentlichen ist und welches Organ die Entscheidung über die entsprechende Reaktion trifft. Die Meldung, deren Publikation für den Fall eines Lecks vorgesehen wird, muss dabei selbstverständlich laufend dem Fortschritt der Verhandlungen bzw. des Übernahmeprozesses angepasst werden.

2792 Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizität, Rz 18, N. 2; vgl. Entscheid der Disziplinarkommission SWX vom 17. September 2002; Entscheid der Disziplinarkommission SWX vom 30. Juli 2004; Entscheid der Disziplinarkommission SWX vom 29. Juni 2005; Lüchinger (2004), S. 246.

2793 Zum zeitlichen Aspekt der Gleichbehandlung: Böckli (2003), S. 92; vgl. Huber/Gruber (2005), S. 8 ff.

2794 Vgl. Hsu (2000), S. 217.

2795 Verhandlungspartner, Transaktionsstruktur, Price Range, Stand der Verhandlungen etc.

2796 Von der Crone (2000b), S. 160 f.; vgl. Ad-Hoc-Publizitätsrichtlinie der SWX vom 29. März 2006, Rz. 17.

2797 Lüchinger (2004), S. 243 f.

2798 Vgl. Entscheid der Disziplinarkommission SWX vom 30. Juli 2004; Entscheid der Disziplinarkommission SWX vom 29. Juni 2005; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 46.

4.5.3 Die Ad-hoc-Publizitätspflicht im Übernahmeverfahren

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss sich im Rahmen eines Übernahmeverfahrens in jeder Phase die Frage stellen, inwieweit eine Ad-hoc-Publizitätspflicht besteht[2799], und entsprechende Vorkehrungen bezüglich Bekanntgabe bzw. Geheimhaltung treffen.

4.5.3.1 Pläne und Absichten

Interne Pläne, Ideen und Absichten, die noch nicht umgesetzt worden sind, stellen keine Tatsachen dar und können von vornherein keine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslösen[2800]. Daher muss eine kotierte Gesellschaft, welche die Vor- und Nachteile einer Übernahme intern oder in Zusammenarbeit mit Beratern analysiert und das Vorgehen für den Fall eines Angebotes plant oder die Möglichkeit einer Auktion zwischen verschiedenen potentiellen Bietern abklärt, die Ergebnisse derartiger Abklärungen und Pläne nicht bekanntgeben. Da keine bekanntgabepflichtige Tatsache vorliegt, muss das Unternehmen auch nicht mit einer Ad-hoc-Meldung reagieren, wenn diese Überlegungen in der Öffentlichkeit bekannt werden.

Verdichtet sich die Planung des Unternehmens allerdings zu einer Strategie, die vom Verwaltungsrat beschlossen wird, so liegt nach der Praxis der SWX bereits eine bekanntgabepflichtige Tatsache vor[2801]. Eine derartige bekanntgabepflichtige Tatsache liegt daher insbesondere dann vor, wenn der Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft feststellt, dass die Gesellschaft auf selbständiger Basis keine positive Zukunft hat, und beschliesst, mit potentiellen Erwerbern Kontakt aufzunehmen[2802]. Die Tatsache, dass eine derartige Strategie beschlossen wurde, kann gemäss Art. 72 Abs. 2 KR allerdings geheim gehalten werden, da diese Tatsache einerseits auf einem Plan des Unternehmens selbst beruht und andererseits die Bekanntgabe der neuen Strategie die Interessen des Unternehmens gefährden könnte. Die Offenlegung der neuen strategischen Stossrichtung könnte nämlich die vertrauliche Kontaktnahme mit potentiellen Übernehmern und damit den Erfolg der beschlossenen Strategie gefährden. Überdies würde die Bekanntgabe dieser neuen Strategie die Gesellschaft und den Verwaltungsrat auch einem sehr starken Druck aussetzen, wenn es nicht gelingt, einen Übernehmer zu finden, der einen adäquaten Preis bietet[2803].

2799 Vgl. von der Crone (2000b), S. 158 f.

2800 SWX-Kommentar zur Ad-hoc-Richtlinie Rz. 3 N. 3; Hsu (2000), S. 128; vgl. Böckli (2003), S. 96.

2801 Entscheid der Disziplinarkommission SWX vom 15. Mai 2002; Huber/Gruber (2005), S. 2.

2802 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 41 f.; Lanz/Gruber (2007), S. 289; vgl. zur analogen Situation bei einer Fusion: Böckli (2003), S. 96.

2803 Vgl. Epper (2008), S. 38. Gerade im angelsächsischen Bereich legen viele Unternehmen eine derartige Strategie allerdings auch bewusst offen, da sie damit für alle Beteiligten klare Verhältnisse schaffen und den Weg für eine Auktion vorbereiten wollen; vgl. Kurer (2001), S. 168.

Entschliesst sich die Gesellschaft im Sinne der oben dargestellten Überlegungen zu einem Aufschub der Bekanntgabe, muss sie entsprechend der vorne dargestellten Grundsätze die Geheimhaltung sicherstellen[2804]. In diesem Zeitpunkt ist es allerdings meistens noch gut möglich, die Geheimhaltung zu wahren, da typischerweise nur wenige Organe und Berater in die Entscheidfindung einbezogen worden sind und noch keine Drittparteien kontaktiert wurden. Sobald sich der Kreis der in die neue Strategie eingeweihten Personen allerdings erweitert und potentielle Übernehmer kontaktiert werden, wird die Geheimhaltung schwieriger[2805]. Werden potentielle Interessenten kontaktiert, so muss die Zielgesellschaft mit jedem angesprochenen Drittinteressenten eine Geheimhaltungsvereinbarung abschliessen, um die Geheimhaltung sicherzustellen. Dabei ist es kaum je möglich, eine Geheimhaltungserklärung abzuschliessen, bevor die Identität der Zielgesellschaft und die Möglichkeit einer Übernahme offengelegt worden ist. Daher ist es möglich, dass ein potentieller Drittinteressent diese zentralen Informationen bei der ersten Kontaktnahme erhält, dann aber keine Geheimhaltungserklärung unterzeichnet, weil er nicht an einer Transaktion interessiert ist. Damit entsteht eine Lücke im Geheimhaltungsschutz, wodurch sich die Möglichkeit eines Lecks ergibt. Überdies bietet auch die Unterzeichnung von Geheimhaltungserklärungen nicht immer einen vollständigen Schutz, da auf Seiten des potentiellen Übernehmers häufig sehr viele Personen in die Analyse einer möglichen Transaktion eingezogen werden und deren Verhalten nicht immer genau kontrolliert werden kann[2806]. Eine Gesellschaft, die eine Übernahme anstrebt und zu diesem Zweck Drittparteien kontaktiert, sollte daher genau analysieren, ob eine Geheimhaltung dieser Strategie tatsächlich sinnvoll ist, wenn die Phase der Kontaktnahme beginnt. M.E. ist es besser, in diesem Stadium die Öffentlichkeit über die neue Strategie zu informieren, da einerseits die Gefahr eines Lecks äusserst gross ist und andererseits der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in einer wesentlich besseren Position ist, wenn er seine Absichten den Aktionären in einem von ihm selbst gewählten Zeitpunkt mit überzeugender Argumentation vorlegt und nicht bloss als Reaktion auf ein Leck seine Verkaufsbereitschaft bestätigen muss[2807].

4.5.3.2 Anfragen von potentiellen Anbietern

Spontane Anfragen eines potentiellen Anbieters, der Gespräche über eine Übernahme aufnehmen will oder eine Due Diligence wünscht, sind keine Tatsachen, die im Unternehmen selbst eingetreten sind, sondern Handlungen von Dritten. Damit hat ein kotiertes Unternehmen, das eine derartige Anfrage er-

---

2804 Lüchinger (2004), S. 245. Lanz/Gruber (2007), S. 289; Epper (2008), S. 38 f.

2805 Vgl. Huber/Gruber (2005), S. 5; Hsu (2000), S. 216.

2806 Vgl. Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 17, N. 1.

2807 2005 scheiterte beispielsweise Serono beim Versuch, die Suche nach einem Käufer geheim zu halten: Die neue Strategie des Verwaltungsrates wurde innert weniger Tage bekannt, worauf die Gesellschaft die neue Verkaufsstrategie bestätigen musste. Der Verwaltungsrat wirkt in Übernahmesituationen aber wesentlich überzeugender, wenn er für die Aktionäre von Anfang an klare Verhältnisse schafft.

hält, keine Ad-hoc-Bekanntgabepflicht[2808]. Da keine derartige Meldepflicht besteht, hat das Unternehmen aufgrund der Ad-hoc-Publizitätspflicht auch keine Pflicht, auf allfällige Lecks zu reagieren, d.h., es muss auch dann keine Ad-hoc-Mitteilung machen, wenn die betreffende Anfrage einzelnen Marktteilnehmern bekannt werden sollte.

Werden Anfragen von potentiellen Anbietern in der Öffentlichkeit bekannt, so wird die Zielgesellschaft normalerweise aber unabhängig von der Ad-hoc-Publizitätspflicht ihre Aktionäre darüber informieren, dass keine weiterführenden Gespräche stattfinden, und auch die Gründe für die Ablehnung der Offerte darlegen, da die Aktionäre in derartigen Fällen zum Teil äusserst aggressiv Informationen von der Zielgesellschaft fordern[2809].

4.5.3.3 Verhandlungen mit einem Anbieter und Due Diligence

Ein Gespräch zwischen einem potentiellen Anbieter und der Zielgesellschaft, bei dem der Anbieter seine Absicht detailliert darstellt, ist m.E. genau wie die vorne behandelten Anfragen eines potentiellen Anbieters nicht bekanntgabepflichtig, da es sich nicht um Tatsachen handelt, die im Unternehmen selbst eingetreten sind, sondern um eine vertiefte Darstellung der Absichten eines Dritten[2810].

Anders ist die Situation dagegen bei der Aufnahme von Verhandlungen: Die Tatsache, dass ein Unternehmen über ein Angebot verhandelt, d.h. gemeinsam mit dem Anbieter die Bedingungen eines möglichen Angebotes definiert und damit selbst bezüglich einer Übernahme aktiv wird, ist aufgrund der aktiven Beteiligung der Organe der potentiellen Zielgesellschaft eine Tatsache, die im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eingetreten ist und daher gemäss Art. 72 KR kommunikationspflichtig wird[2811]. Das Gleiche gilt auch für die Durchführung einer Due Diligence, da auch hier Anbieter und Zielgesellschaft konkret auf eine mögliche Übernahme hinarbeiten[2812].

2808 Glatthaar (2007), S. 73; Hsu (2000), S. 174; Huber/Gruber (2005), S. 4; a.M. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 42, die allein auf die Kursrelevanz einer derartigen Information abstellen; m.E. ist diese sehr breite Auslegung der Ad-hoc-Bekanntgabepflicht, aber nicht gerechtfertigt, da Art. 72 KR ausdrücklich festhält, dass bekanntgabepflichtige Tatsachen im Tätigkeitsbereich der Gesellschaft eingetreten sein müssen.

2809 In dieser Weise reagierte z.B. die Valora Holding, als im Oktober 2006 öffentlich bekannt wurde, dass die Lagardère-Gruppe ein Angebot gemacht hatte, das vom Verwaltungsrat abgelehnt worden war.

2810 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 43.

2811 Böckli (2003), S. 96; Hsu (2000), S. 175. Lanz/Gruber (2007), S. 289; Glatthaar (2007), S. 73; Epper (2008), S. 37; Schärer/Waller (2008), S. 68.

2812 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 43; Huber/Hodel/Staub Gierow (2004), N. 20 zu Art. 72 KR. Soweit im Rahmen der Due Diligence Unterlagen und Informationen übergeben werden, die der Ad-hoc-Publizität unterliegen, aber bisher geheim gehalten wurden, wie z.B. Quartalsabschlüsse und vom Verwaltungsrat beschlossene Strategien, so müssen auch diese dem Publikum bekanntgegeben werden, wenn die Voraussetzung für den Bekanntgabeaufschub nicht mehr gegeben sind, weil es im Rahmen der Due Diligence nicht gelingt, diese geheim zu halten. Lanz/Gruber (2007), S. 289 f.

Verhandlungen bzw. die Durchführung einer Due Diligence können gemäss Art. 72 Abs. 2 KR jedoch geheim gehalten werden, da es sich um Tatsachen handelt, die auf einen Plan der Zielgesellschaft zurückgehen, und die Bekanntgabe der Verhandlungen bzw. der Due Diligence den Erfolg derartiger Bemühungen gefährden kann[2813]. Häufig wird sich ein potentieller Anbieter bei einer vorzeitigen Bekanntgabe von der Transaktion zurückziehen, weil er die entsprechenden Verhandlungen nicht unter dem Druck der Öffentlichkeit und bei spekulativ steigenden Kursen führen will. Überdies kann eine derartige Bekanntgabe im Verhandlungsstadium auch zu einem falschen Signal für die Aktionäre führen, da nur ein kleiner Teil aller Verhandlungen tatsächlich zu einer Übernahme führt[2814]. Entschliesst sich eine Zielgesellschaft im Sinne dieser Interessenabwägung zu einem Aufschub der Bekanntgabe, müssen allerdings sämtliche Vorsichtsmassnahmen getroffen werden, um die Geheimhaltung der Information sicherzustellen[2815]. Die betroffene Gesellschaft muss nicht nur eine Geheimhaltungsvereinbarung mit dem potentiellen Anbieter abschliessen, sondern auch sicherstellen, dass der Kreis der in die Information einbezogenen Personen möglichst klein bleibt, und muss diese individuell zur Geheimhaltung verpflichten bzw. auf bereits bestehende vertragliche oder gesetzliche Geheimhaltungspflichten aufmerksam machen[2816]. Je weiter die Verhandlungen und vor allem die Due Diligence fortschreiten, desto schwieriger wird aber in der Praxis die Geheimhaltung, da gerade bei der Due Diligence sowohl auf Seiten des Anbieters wie auch auf Seiten der Zielgesellschaft häufig relativ viele Personen einbezogen werden[2817].

Führt ein Unternehmen vor einem öffentlichen Angebot eine Auktion zwischen mehreren potentiellen Anbietern durch, ist es im Allgemeinen von vornherein nicht möglich, die Einleitung eines derartigen Prozesses geheim zu halten[2818]. Potentielle Anbieter, die vom Unternehmen bzw. von seinen Beauftragten kontaktiert werden, haben bei der ersten Kontaktnahme keine Geheimhaltungspflicht und können deshalb die Tatsache, dass ein Anbieter gesucht wird, ohne Weiteres bekanntgeben[2819]. Ausserdem hat eine sehr grosse Anzahl von Personen Kenntnis von den Verhandlungen bzw. von der Due Diligence, wenn mehrere potentielle Anbieter in ein derartiges Verfahren einbezogen werden. In diesen Fällen empfiehlt es sich daher, die Einleitung eines Auktionsprozesses zu Beginn öffentlich mitzuteilen.

2813 Lüchinger (2004), S. 245; Hsu (2000), S. 175; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 45, Lanz/Gruber (2007), S. 289.

2814 Von der Crone (2000b), S. 159.

2815 Epper (2008), S. 39 f. mit praktischen Hinweisen zur Geheimhaltung.

2816 Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 16, N. 5; Huber/Gruber (2005), S. 5; Hsu (2000), S. 216, Lanz/Gruber (2007), S. 289.

2817 Lüchinger (2004), S. 246, Hsu (2000), S. 216; vgl. Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 17, N. 1.

2818 Von der Crone (2000b), S. 176; a.M. Lüchinger (2004), S. 248.

2819 Eine Geheimhaltungspflicht entsteht im Auktionsverfahren erst dann, wenn die angesprochenen potentiellen Anbieter eine Geheimhaltungserklärung unterzeichnen, was sie normalerweise aber nur tun, wenn sie vorher das mögliche Akquisitionsobjekt kennen; vgl. zu diesem Vorgang Kurer (2001), S. 168.

4.5.3.4 Abschluss einer Absichtserklärung

Wird in den Verhandlungen eine Absichtserklärung abgeschlossen, stellt dies eine bekanntgabepflichtige Tatsache im Sinne von Art. 72 KR dar[2820]. Da aber auch nach Unterzeichnung einer Absichtserklärung die Möglichkeit besteht, dass sich der potentielle Anbieter zurückzieht und dass die frühzeitige Bekanntgabe die Verhandlungen über die definitiven Angebotsbedingungen stört, kann die Zielgesellschaft die Bekanntgabe dieser Tatsache gemäss Art. 72 KR aufschieben, wenn sie, wie oben beschrieben, die Geheimhaltung sicherstellt.

4.5.3.5 Abschluss einer Transaktionsvereinbarung

Der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung, in der sich der Anbieter verpflichtet, ein Angebot zu machen, stellt eine Tatsache dar, die gemäss Art. 72 Abs. 1 KR der Ad-hoc-Bekanntgabepflicht unterliegt[2821]. Da beim Abschluss einer derartigen Vereinbarung das Angebot praktisch sicher ist und durch die Bekanntgabe kaum mehr gestört werden kann, lässt sich ein Aufschub der Bekanntgabe im Rahmen der vorne dargestellten Interessenabwägung kaum mehr rechtfertigen. M.E. lässt sich in dieser Phase nur noch ein Aufschub von wenigen Tagen rechtfertigen, wenn in dieser Zeit der Übernahmeprospekt oder die Voranmeldung vorbereitet werden sollen, da mit der Publikation dieser Dokumente sichergestellt werden kann, dass die Anleger von Anfang an vollumfänglich und inhaltlich richtig informiert sind[2822]. In der Praxis wird diese Möglichkeit eines letzten kurzen Aufschubs aber kaum je wahrgenommen. Typischerweise wird die einmal unterzeichnete Transaktionsvereinbarung sofort bekanntgegeben, wobei gleichzeitig mitgeteilt wird, wann die formelle Voranmeldung bzw. der entsprechende Prospekt publiziert wird[2823].

4.5.3.6 Neue Informationen nach Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates zum Angebot

Wie vorne in Ziff. III.K.4.1.4 dargestellt, muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht alle für die Beurteilung des Angebotes massgebenden Tatsachen offenlegen. Nach diesem Zeitpunkt kann es bei der Zielgesellschaft aber zu kursrelevanten Entwicklungen kommen, die nicht nur die Aktienkurse beeinflussen können, sondern auch die Einschätzung des Angebotes durch die Aktionäre der Zielgesellschaft: Zeigt sich eine negative Entwicklung der Zielgesellschaft, wird das Angebot attraktiver, während eine positive Entwicklung die gegenteilige Folge hat. Gerade wegen dieser Konsequenzen neuer Entwicklungen muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nach der Veröffentlichung seines Berichtes der Ad-hoc-Publizität starke Bedeutung

---

2820 Vgl. Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 3, N. 7; vgl. Hsu (2000), S. 175.

2821 Böckli (2003), S. 96; Lüchinger (2004), S. 244; Weber (2002), S. 298; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 42.

2822 Primäres Informationsmittel über das Angebot soll gemäss Art. 24 Abs. 1 BEHG der Prospekt des Anbieters bzw. seine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV sein; vgl. Hsu (2000), S. 174 f.

2823 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 45.

beimessen und kursrelevante Informationen sofort veröffentlichen. Würde sich die Zielgesellschaft in dieser Situation dazu entschliessen, die Bekanntgabe während längerer Zeit aufzuschieben, so würde dies den Aktionären jede Möglichkeit nehmen, die betreffende Tatsache[2824] in ihren Überlegungen einzubeziehen, da die Aktionäre innert der Angebotsfrist einen Entscheid über die Annahme des Angebotes fällen müssen. Aufgrund dieser Entscheidungssituation der Aktionäre ist m.E. während eines laufenden Angebots kein Bekanntgabeaufschub im Sinne von Art. 4 Abs. 2 KR mehr möglich, wenn eine bestimmte Tatsache für die Aktionäre entscheidungsrelevant ist: Die Interessen der Aktionäre an einer Bekanntgabe überwiegen in dieser Zeit klar ein allfälliges Geheimhaltungsinteresse des Unternehmens[2825]. Daher müssen im Zeitraum zwischen der Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates und dem Ablauf der Angebotsfrist alle entscheidrelevanten Informationen sofort und ohne Aufschub veröffentlicht werden.

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht überschneidet sich inhaltlich während der Angebotsfrist mit der Pflicht des Verwaltungsrates, den gemäss Art. 29 BEHG veröffentlichten Bericht nachzuführen. Diese Nachführungspflicht zwingt den Verwaltungsrat dazu, neue wirtschaftliche Entwicklungen, die für die Entscheidung des Aktionärs der Zielgesellschaft relevant sind und nach der Publikation der Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebot bekannt werden, im Rahmen eines ergänzenden Berichtes den Aktionären offenzulegen[2826]. Nachführungspflicht und Ad-hoc-Mitteilungspflicht unterscheiden sich aber insofern, als derartige „Nachführungsberichte“ des Verwaltungsrates in den gleichen Medien erscheinen müssen wie die ursprüngliche Stellungnahme des Verwaltungsrates. Im Gegensatz zur Ad-hoc-Mitteilung genügt die Verbreitung in elektronischen Medien dagegen nicht, weshalb die Verbreitung der Ad-hoc-Mitteilung den Nachführungsbericht nicht ersetzen kann. Da andererseits die Ad-hoc-Mitteilung aufgrund der Pflicht zur elektronischen Verbreitung vor Beginn der Handelszeit schneller kommuniziert wird als ein Nachführungsbericht[2827], kann die Zielgesellschaft trotz der Nachführungspflicht nicht auf die Ad-hoc-Mitteilung verzichten, sondern muss, wenn eine Tatsache sowohl unter die Nachführungspflicht wie auch die Ad-hoc-Publizitätspflicht fällt, sowohl

---

2824 Z.B. Abschluss grosser Aufträge, neue Quartalsabschlüsse, neue Prognosen; zur Bekanntgabepflicht bei Prognosen: Huber/Gruber (2005), S. 2 f.; Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitäts-Richtlinie, Rz. 3, N. 3.

2825 Vgl. Iffland (2001), S. 197 zur entsprechenden Interessenabwägung bei der Offenlegung von Tatsachen im Bericht des Verwaltungsrates im Sinne von Art. 29 BEHG.

2826 Vgl. dazu Ziff. III.K.4.1.8 vorne.

2827 Wie vorne in Ziff. III.K.4.1.6 dargestellt müssen auch der Bericht des Verwaltungsrates sowie alle Ergänzungsberichte in einem elektronischen Medium verbreitet werden; diese elektronische Verbreitung erfolgt aber erst im Zeitpunkt, in dem der Bericht in der Zeitung veröffentlicht wird, während die Ad-hoc-Publikation sofort in elektronischen Medien erfolgen muss.

eine Ad-hoc-Mitteilung machen wie auch den Nachführungsbericht veröffentlichen[2828].

4.5.4 Die Formulierung der Ad-hoc-Mitteilung

Die Ad-hoc-Mitteilung muss inhaltlich korrekt sein und so formuliert werden, dass sie für den durchschnittlichen Marktteilnehmer verständlich ist, sodass dieser einschätzen kann, welchen Einfluss die neu eingetretene Tatsache auf den Aktienkurs hat[2829]. Dies bedeutet, dass eine Mitteilung, die in einer der vorne beschriebenen Phasen des Übernahmeverfahrens veröffentlicht wird, die Situation genau darstellen muss und vor allem bei den Aktionären der Zielgesellschaft keine falschen Erwartungen wecken darf. Wird die Tatsache, dass Verhandlungen geführt werden bzw. dass ein potentieller Anbieter eine Due Diligence durchführt, bekanntgegeben, muss daher in der betreffenden Mitteilung nicht nur auf diese Tatsache hingewiesen, sondern auch festgehalten werden, dass der potentielle Anbieter keine Verpflichtung eingegangen ist, ein Angebot zu unterbreiten, und dass daher unsicher ist, ob den Aktionären der Zielgesellschaft tatsächlich ein Angebot unterbreitet wird.

Je weiter die Verhandlungen fortgeschritten sind bzw. sich in einer Absichtserklärung oder in einer Transaktionsvereinbarung konkretisiert haben, desto detaillierter kann und muss die Ad-hoc-Mitteilung sein. Wenn in einer Absichtserklärung die Parameter und Bedingungen der Übernahme definiert worden sind, müssen diese bekanntgegeben werden, wobei aber auch auf die Möglichkeit von Änderungen im Verlauf der späteren Verhandlungen hingewiesen werden muss; wenn die Bekanntgabe nach Abschluss einer Transaktionsvereinbarung stattfindet, die den gesamten Inhalt des Angebotes definiert, muss dieser Inhalt entsprechend bekanntgegeben werden.

Entscheidet sich eine Zielgesellschaft dazu, Publikum und Aktionäre bereits im Verhandlungsstadium durch eine Ad-hoc-Publikation zu informieren, so empfiehlt sich ein mehrstufiges Informationskonzept, bei dem die Gesellschaft das Publikum in mehreren Meldungen jeweils über den Stand der Verhandlungen bzw. die erreichten Ergebnisse orientiert[2830]. Im Rahmen eines derartigen Konzeptes werden die Aktionäre zunächst über die Tatsache der Verhandlungen und später über die bei den Verhandlungen erreichten Ergebnis-

---

2828 A.M. Frauenfelder (2001), S. 75, die die Pflicht des Verwaltungsrates zur Stellungnahme als Lex Specialis zur Ad-hoc-Publizität sieht; m.E. ist diese Ansicht nicht richtig, da Ad-hoc-Mitteilungen aufgrund der elektronischen Verbreitung wesentlich schneller, d.h. zwei bis drei Tage vor einem Nachführungsbericht, veröffentlicht werden, was für die Aktionäre während der Angebotsfrist entscheidend sein kann. In der Praxis haben die Anwendungen der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizitätspflicht aber geringe Auswirkungen. Letztlich führt es nur dazu, dass der Inhalt des Nachführungsberichtes in elektronischer Form 90 Minuten vor Handelsbeginn verbreitet wird.

2829 SWX-Richtlinie betreffend Ad-hoc-Publizität Rz. 15.

2830 Ein derartiges stufenweises Vorgehen wird auch von der SWX empfohlen: Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitätsrichtlinie RZ3 N. 8; vgl. Böckli (2003), S. 96; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S 43.

se, wie insbesondere den Abschluss einer Absichtserklärung oder einer Transaktionsvereinbarung, informiert[2831].

4.5.5 Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung

Die Ad-hoc-Mitteilung ist als solche zu kennzeichnen und muss mindestens über ein bei professionellen Marktteilnehmern weit verbreitetes elektronisches Informationsmittel bekanntgegeben werden[2832]. Die Mitteilung muss, wenn immer möglich, ausserhalb der Handelszeiten bis spätestens 90 Minuten vor Handelsbeginn erfolgen[2833], sodass die Marktteilnehmer die betreffende Information vor Aufnahme des Börsenhandels verarbeiten können.

Wesentlich bei der Veröffentlichung ist der in Art. 72 Abs. 4 KR festgehaltene Grundsatz der Gleichbehandlung: Kotierte Unternehmen sind verpflichtet, die Anleger bezüglich Ad-hoc-Mitteilungen sowohl in zeitlicher wie auch inhaltlicher Hinsicht gleich zu behandeln[2834]. Dementsprechend dürfen Mitteilungen über ad-hoc-pflichtige Tatsachen im Bereich von Übernahmen nicht einem einzelnen Journalisten, Analysten oder Grossaktionär vorgängig mitgeteilt werden[2835]. Die entsprechenden Meldungen müssen vielmehr über ein elektronisches Medium gleichmässig und gleichzeitig allen Marktteilnehmern zugänglich gemacht werden.

Unter dem Aspekt der Gleichbehandlung wäre es aber auch unzulässig, wenn die Zielgesellschaft während der Handelszeiten eine Medienorientierung durchführt, in der ad-hoc-pflichtige Informationen verbreitet werden, da dies zu einer privilegierten Information der anwesenden Journalisten und Analysten führt.[2836] Ist eine Medienkonferenz geplant, so muss die Zielgesellschaft vor der Börseneröffnung eine Ad-hoc-Mitteilung publizieren, in der sämtliche wesentlichen Informationen offengelegt werden, sodass es in der Medienkonferenz nur noch zu einer Vertiefung oder Erklärung der bereits abgegebenen Informationen kommt. Ist eine Transaktion derart komplex, dass die Medienmitteilung allein nicht genügt, um Klarheit zu schaffen, so kann es sich aufdrängen, den Börsenhandel bis zum Abschluss der Medienkonferenz zu sistieren. Auch wenn die SWX grundsätzlich bezüglich der Handelseinstellung sehr zurückhaltend ist[2837], lässt sie bei Übernahmetransaktionen eine Handelseinstellung für einen halben Handelstag zu, damit nicht nur die Medienkonferenz durchgeführt werden kann, sondern die Anleger auch die Informationen verarbeiten können, bevor der Handel wieder aufgenommen wird.

2831 Vgl. Böckli (2003), S. 95; Lüchinger (2004), S. 244 ff.

2832 Gleichzeitig mit der Veröffentlichung muss der SWX eine Kopie auf elektronischem Weg zugestellt werden.

2833 Ad-hoc-Publizitätsrichtlinie der SWX vom 29. März 2006, Rz. 11.

2834 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle gegen Cicorel Holding SA vom 14. November 2003; Böckli (2003), S. 92; Lüchinger (2004), S. 263 f. mit Beispielen.

2835 Vgl. Entscheid der Zulassungsstelle vom 11. Oktober 2002 i.S. Logitech; Entscheid der Zulassungsstelle vom 17. Dezember 2001 i.S. Charles Vögele; Sanktion der Zulassungsstelle vom 3. Oktober 2001 i.S. Gretag.

2836 Entscheid der Disziplinarkommission SWX vom 15. Mai 2002.

2837 Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitätsrichtlinie, Rz 19 N.1.

Gerade wenn sich eine Zielgesellschaft zum Bekanntgabeaufschub im Sinne von Art. 72 Abs. 2 KR entschieden hat, kann es geschehen, dass ein Leck mitten am Tag auftritt und deshalb nach den vorne dargestellten Regeln unverzüglich eine Ad-hoc-Mitteilung publiziert werden muss. In diesen Fällen empfiehlt es sich wegen der starken Auswirkungen, die Informationen auf eine bevorstehende Übernahme haben, bei der SWX eine Handelseinstellung zu beantragen und die Meldung erst danach zu veröffentlichen, sodass die neuen Informationen von den Marktteilnehmern entsprechend verarbeitet werden können[2838].

5. Die Möglichkeiten zur Abwehr von Übernahmeversuchen

Die meisten kotierten Unternehmen wollen gegenüber Übernahmeversuchen ihre selbständige Existenz schützen, da ihre Strategie auf eine eigenständige Entwicklung ihres Geschäftes ausgerichtet ist.

Das schweizerische Recht erlaubt kotierten Gesellschaften verschiedene Massnahmen zum Schutz ihrer Selbständigkeit, verbietet aber, wie vorne in Ziff. III.K.3.3 und III.K.4.2.2 f. dargestellt, Abwehrmassnahmen, die zur Schädigung des Unternehmens führen. Im Einzelnen haben kotierte Gesellschaften in diesem Rahmen folgende Möglichkeiten, um Übernahmen zu verhindern:

5.1 Präventive Abwehrmassnahmen

5.1.1 Statutenbestimmungen zur Abwehr von Übernahmen

Das schweizerische Aktienrecht erlaubt es, in die Statuten einer Aktiengesellschaft Bestimmungen aufzunehmen, die es dem Verwaltungsrat ermöglichen, einen Übernahmeversuch abzuwehren oder mindestens zu erschweren[2839]:

5.1.1.1 Übertragungsbeschränkungen (Vinkulierung)

Gemäss Art. 685 ff. OR können die Statuten einer Gesellschaft vorsehen, dass das Eigentum an Namenaktien nur übertragen werden kann, wenn der Verwaltungsrat der Gesellschaft der Übertragung zustimmt. Bei börslich gehandelten Aktien darf der Verwaltungsrat seine Zustimmung allerdings nur verweigern,

---

2838 Zum Vorgehen bei einem Leck: Ad-hoc-Publizitätsrichtlinie der SWX vom 29. März 2006 Rz. 18 und Kommentar der SWX zur Ad-hoc-Publizitätsrichtlinie, Rz. 18 N.1 ff.

2839 Vgl. Böckli (2004), S. 737; Homburger ZK N. 1012 ff. zu Art. 717 OR; von Büren/Bähler (1996), S. 400; Werlen (2001), S. 125 ff.; Dubs (2006), S. 43. Diese Statutenbestimmungen werden häufig als „statutarisches Abwehrdispositiv" bezeichnet. Nobel (2004b), S. 977, spricht vom „klassischen Quintett" der statutarischen Massnahmen; vgl. zu einer Übersicht der statutarischen Abwehrmassnahmen der an der SWX kotierten Gesellschaften im Jahr 2003: Gehrer (2003), S. 68 f.; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 63; Tschäni/Diem (2008), S. 115 ff.; vgl. aber Tschäni/Diem (2006), S. 54 f., die aber auch darauf hinweisen, dass ein derartiges Abwehrdispositiv bei einem entsprechend hohen Angebotspreis keinen vollständigen Schutz gewährt.

wenn die Zahl der Aktien, die ein Aktionär hält, eine in den Statuten definierte Limite überschreitet[2840].

Verschiedene schweizerische Publikumsgesellschaften haben derartige Vinkulierungsklauseln in ihre Statuten aufgenommen und Eintragungslimiten in Höhe von 3% bis 5% des gesamten Aktienkapitals festgelegt[2841]. Die Vinkulierung kann mit einer Gruppenklausel verbunden werden, welche die Beschränkung auf Gruppen von Aktionären ausdehnt, die sich durch einen Vertrag, durch Konzernbildung oder durch andere Mittel zum Zweck des Erwerbs von Aktien oder der gemeinsamen Stimmausübung verbunden haben. Aufgrund einer derartigen Gruppenklausel werden die betreffenden Aktionäre wie ein einzelner Aktionär behandelt, d.h., sie unterstehen als Gruppe gesamthaft der Eintragungsbegrenzung[2842]. Erwirbt eine Person bzw. eine Gruppe eine Anzahl Aktien, die über die in den Statuten festgehaltene Eintragungslimite hinausgeht, so wird sie mit dem überschiessenden Teil als Aktionär ohne Stimmrecht im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen. Sie hat damit alle Vermögensrechte[2843], die mit der Aktie verbunden sind, jedoch kein Stimmrecht für die betreffenden Aktien.

Eine Vinkulierungsbestimmung wirkt abschreckend auf einen potentiellen Anbieter, da er die Stimmrechte an den von ihm erworbenen Aktien nicht ausüben und daher die Beherrschung über die Zielgesellschaft nur erringen kann, wenn er die Aktionäre durch entsprechende Bedingungen in seinem Angebot dazu motivieren kann, die Vinkulierungsbestimmung aus den Statuten zu streichen[2844].

Häufig sehen die Statuten vor, dass der Verwaltungsrat Ausnahmen von der Eintragungslimite gewähren kann. Die Gewährung derartiger Ausnahmen ist jedoch riskant, da der Verwaltungsrat gemäss Art. 717 Abs. 2 OR dazu verpflichtet ist, die Aktionäre der Gesellschaft gleich zu behandeln[2845]. Ein potentieller Anbieter kann aus dieser Bestimmung einen Anspruch ableiten, eben-

---

2840 Tschäni (2003a), S. 396; vgl. Werlen (2001), S. 126 ff.; Homburger ZK N. 1014 ff. zu Art. 717 OR. Gehrer (2003), S. 95 ff. mit Beispielen aus der Praxis kotierter Gesellschaften; vgl. Raggenbass (1999), S. 44 ff. mit Hinweisen zu Umgehungsmöglichkeiten.

2841 Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 59 ff.; Gehrer (2003), S. 99, macht statistische Angaben zur Vinkulierung bei kotierten Gesellschaften und stellt auf S. 107 die von Gesellschaften mit Prozent-Vinkulierung verwendeten Prozentsätze dar.

2842 Gotschev (2005), S. 62. Höhn (2008), S. 26 f.; Tschäni/Diem (2008), S. 118; Beispiele für Eintragungsbeschränkungen mit Gruppenklauseln finden sich in den Statuten der Bâloise Holding, der KABA und der Tecan; vgl. Werlen (2001), S. 128; Gehrer (2003), S. 142.

2843 Insbesondere Dividende und Bezugsrecht.

2844 Vgl. zu entsprechenden Bedingungen im Angebot Ziff. III.D.6.1.2.3 vorne.

2845 Watter, BSK, N. 29 zu Art. 717 OR; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), S. 465; Nobel (2004b), S. 866 ff. OR; Böckli (2004), § 13 N. 679 ff., N. 692; Huguenin (1994), S. 219 f.; gemäss Corporate-Governance-Richtline der SWX vom 1. Juli 2002 müssen die an der SWX kotierten Gesellschaften allfällige Ausnahmen von der Vinkulierung einschliesslich ihrer materiellen Begründung im Jahresbericht offenlegen, sodass entsprechende Ausnahmen einem Anbieter nicht verborgen bleiben und er auch eine entsprechende Argumentation zur Durchsetzung seines Gleichbehandlungsanspruches entwickeln kann.

falls über die vorgesehene Limite hinaus eingetragen zu werden, wenn der Verwaltungsrat gegenüber anderen – dem Verwaltungsrat freundlich gesinnten – Aktionären eine entsprechende Ausnahme gemacht hat. Dieser Anspruch entsteht, weil die positive Einstellung zum Verwaltungsrat kein sachlicher Grund ist, der eine Ausnahme von der Vinkulierung im Rahmen des Gleichbehandlungsgebotes rechtfertigen könnte[2846]. Bei einer derartigen Ungleichbehandlung können die Aktionäre, welche nicht eingetragen worden sind, daher auf Eintragung klagen[2847]; bei offensichtlichen Verstössen gegen das Gleichbehandlungsprinzip im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot kann aber auch die Übernahmekommission gemäss Art. 37 UEV die Eintragung des abgewiesenen Aktionärs bzw. Anbieters verlangen[2848].

5.1.1.2 Beschränkung der Stimmrechte

Obwohl jede Aktie ihrem Besitzer in der Generalversammlung grundsätzlich eine Stimme verleiht, kann die Zahl der Stimmen, die ein einzelner Aktionär ausüben darf, in den Statuten beschränkt werden[2849]. Verschiedene Schweizer Publikumsgesellschaften haben das Stimmrecht einzelner Aktionäre in diesem Sinne auf 3% bis 20% der gesamten Aktien der Gesellschaft bzw. zum Teil auch der an einer Generalversammlung vertretenen Stimmen beschränkt[2850]. Meist ist die Stimmrechtsbeschränkung mit einer Gruppenklausel verbunden, welche die Beschränkung auf Gruppen von Aktionären ausdehnt, die sich durch einen Vertrag, durch Konzernbildung oder durch andere Mittel zum Zwecke der koordinierten Stimmausübung verbunden haben und vorsieht, dass die Stimmrechte der gesamten Gruppe wie die Stimmrechte eines einzelnen Aktionärs auf den in den Statuten bestimmten maximalen Prozentsatz beschränkt werden[2851]. Mit einer derartigen Stimmrechtsbeschränkung kann verhindert werden, dass ein Anbieter die Stimmrechte an den von ihm erworbenen Aktien tatsächlich ausüben kann. Dies wirkt für einen potentiellen Anbieter abschreckend, da er die Kontrolle über die betreffende Zielgesellschaft nur erringen kann, wenn er eine Statutenänderung herbeiführen kann, mit der die Stimmrechtsbegrenzung aufgehoben wird[2852].

2846 Tschäni (2003a), S. 397 f.; Kläy (1997), S. 231; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 60; vgl. zu Ungleichbehandlung von Aktionären bei einer Publikumsgesellschaft: Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2000 i.S. Baumgartner (Aufstellung der eingetragenen Aktien sowie E.4 ff.).

2847 Huguenin (1994), S. 221; Watter, BSK, N. 29 zu Art. 717 OR.

2848 Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. April 1999, i.S. Altin (E.3.2); Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2000, i.S. Baumgartner (E.1.3.2).

2849 Vgl. zu dieser Abwehrmöglichkeit: Tschäni (2003a), S. 398; Werlen (2001), S. 130 ff.; Tschäni/Diem (2008), S. 120.

2850 Gehrer (2003), S. 161 ff., mit Beispielen und statistischen Angaben zur Häufigkeit und zu den verwendeten Prozentsätzen.

2851 Gotschev (2005), S. 62; vgl. als Beispiele für solche Publikumsgesellschaften: Bâloise Holding, KABA, Tecan, Clariant; Gehrer (2003), S. 179 ff., mit Beispielen; Werlen (2001), S. 132 f.

2852 Zur Möglichkeit, durch eine geeignete Bedingung im Angebot die Aktionäre zu einer Statutenänderung zu bewegen, vgl. Ziff. III.D.6.1.2.3.

Bei vielen Gesellschaften sehen die Statuten vor, dass der Verwaltungsrat Ausnahmen von der Stimmrechtsbeschränkung gewähren darf[2853]. Derartige Ausnahmen sind bei Banken, die Depotstimmrechte ausüben, sowie beim Organvertreter und beim neutralen Stimmrechtsvertreter im Sinne von Art. 689c OR sinnvoll und ermöglichen oft erst die Durchführung einer Generalversammlung mit vernünftiger Vertretung der Aktionäre. Die Gewährung von Ausnahmen gegenüber diesen Personen ist auch materiell nicht problematisch, da diese die von ihnen vertretenen Stimmrechte nicht im eigenen Interesse, sondern im Interesse der einzelnen Aktionäre und im Einklang mit deren Instruktionen ausüben. Problematisch ist es aber, wenn der Verwaltungsrat einzelnen wohlgesinnten Aktionären Ausnahmen gewährt, um so seine eigene Position in der Generalversammlung zu stärken. Da der Verwaltungsrat gemäss Art. 717 Abs. 2 OR die Pflicht hat, sämtliche Aktionäre gleich zu behandeln, können derartige Ausnahmen dazu führen, dass ein Anbieter aufgrund des Gleichbehandlungsgrundsatzes ebenfalls Anspruch auf vollumfängliche Ausübung des Stimmrechtes hat[2854], da die Frage, ob ein Aktionär gegenüber dem Verwaltungsrat freundlich gesinnt ist, kein sachlicher Grund ist, um Aktionären mehr oder weniger Stimmrechte zu gewähren[2855]. Will eine Gesellschaft eine statutarisch vorgesehene Stimmrechtsbeschränkung durchsetzen, sollte sie daher einzelnen Aktionären keinerlei Ausnahmen gewähren. Diese Zurückhaltung drängt sich vor allem auch deshalb auf, weil die Übernahmekommission bei offensichtlichen Verstössen gegen das Gleichbehandlungsprinzip gemäss Art. 37 UEV verlangen kann, dass eine Ausnahme von der Stimmrechtsbeschränkung auch auf einen Anbieter ausgedehnt wird.

Die Kombination einer Stimmrechtsbeschränkung mit einer Vinkulierung ist vor allem im Zusammenhang mit einer Gruppenklausel sinnvoll, da sich die beiden Bestimmungen in ihrer zeitlichen Wirkung ergänzen: Die Vinkulierung beschränkt das Stimmrecht der Aktionäre im Zeitpunkt des Aktienerwerbs. Sie verhindert, dass Gruppen, die sich vor dem Erwerb der betreffenden Aktien gebildet haben, für einen Stimmrechtsanteil eingetragen werden, der über der in der Vinkulierungsklausel vorgesehenen Höchstlimite liegt. Schliessen sich Aktionäre dagegen nach der Eintragung zu einer Gruppe zusammen, um mit vereinter Stimmkraft ihre Position gegenüber dem Verwaltungsrat durchzusetzen, so kann eine derartige Gruppe mit der Vinkulierung nicht mehr erfasst werden. Eine Stimmrechtsbeschränkung mit entsprechender Gruppenklausel ermöglicht es dagegen, eine derartige Gruppenbildung zu erfassen und ihr Stimmrecht zu beschränken.

2853 Gehrer (2003), S. 89, mit Beispielen.

2854 Watter, BSK, N. 29 zu Art. 717 OR; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), S. 464; Huguenin (1994), S. 231 f., ein krasses Beispiel einer rechtsungleichen Behandlung von „angenehmen“ und „unangenehmen“ Aktionären fand sich im Fall Baumgartner Papiers, vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2000 i.S. Baumgartner Papiers; Tschäni, erster Bundesgerichtsentscheid, S. 299.

2855 Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 63 f. Derartige Ausnahmen bleiben den Aktionären von an der SWX kotierten Gesellschaften nicht verborgen, da alle Ausnahmen einschliesslich ihrer materiellen Begründung gemäss der Corporate-Governance-Richtlinie der SWX vom 1. Juli 2002 im Jahresbericht offengelegt werden müssen.

5.1.1.3 Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit für die Abwahl von Verwaltungsratsmitgliedern

Eine Aktiengesellschaft kann in ihren Statuten vorsehen, dass die Abwahl von Verwaltungsratsmitgliedern eine qualifizierte Mehrheit erfordert[2856]. Eine derartige Bestimmung dient letztlich vor allem als flankierende Massnahme zum Schutz von Stimmrechtsbeschränkungs- bzw. Vinkulierungsbestimmungen. Mit dem Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit kann verhindert werden, dass der Verwaltungsrat an einer Generalversammlung gesamthaft ausgetauscht wird und der neue – vom potentiellen Anbieter beherrschte – Verwaltungsrat die Stimmrechtsbeschränkung und die Vinkulierung nicht mehr durchsetzt bzw. dem Anbieter Ausnahmen gewährt[2857].

Der Schutz der Gesellschaft kann zusätzlich dadurch verbessert werden, dass die Amtsdauer der einzelnen Verwaltungsräte so abgestimmt wird, dass immer nur ein Drittel der Verwaltungsratsmitglieder an einer Generalversammlung neu gewählt werden muss[2858]. Damit kann verhindert werden, dass ein Anbieter, ohne einzelne Verwaltungsratsmitglieder abzuwählen, bei den Neuwahlen durch den Vorschlag eigener Kandidaten die Kontrolle über den Verwaltungsrat übernehmen kann[2859]. Einen ähnlichen Zweck verfolgt auch die statutarische Beschränkung der Zahl der Verwaltungsratsmitglieder. Ohne derartige Beschränkung ist es einem Anbieter möglich, durch den Vorschlag einer grossen Zahl von neuen Verwaltungsratsmitgliedern die Mehrheit im Verwaltungsrat zu übernehmen, ohne die bisherigen Verwaltungsratsmitglieder abzuwählen[2860].

5.1.1.4 Stimmrechtsaktien/Partizipationsscheine

Gemäss Art. 693 OR ist es möglich, Aktien mit unterschiedlichen Nominalwerten auszugeben, gleichzeitig aber in den Statuten vorzusehen, dass jeder Aktie unabhängig von ihrem Nennwert das gleiche Stimmrecht zukommt. Dies hat zur Folge, dass den Aktien mit tieferem Nennwert ein im Vergleich zum Nennwert höheres Stimmrecht zukommt, weshalb sie als „Stimmrechtsaktien" bezeichnet werden[2861]. Mit einer derartigen Ausgestaltung des Aktienkapitals können die Stimmrechte auf eine relativ kleine Gruppe von Aktionären konzentriert werden, welche die Kontrolle über die Gesellschaft mit unterdurchschnittlichem Kapitaleinsatz sicherstellen können. Das Stimmrecht kann allerdings nicht völlig vom Kapitaleinsatz gelöst werden, da die Stimmrechtsaktien

---

2856 Tschäni (2003a), S. 398; Gehrer (2003), S. 158 ff., mit statistischen Angaben zur Häufigkeit; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 67 f.

2857 Vgl. z.B. die Statuten der Bâloise Holding.

2858 Kuy (1989), S. 113; Tschäni/Diem (2008), S. 122; vgl. BGE 117 II 290 (E.7a)

2859 Werlen (2001), S. 134 f.; Gehrer (2003), S. 185, mit statistischen Angaben zur Häufigkeit.

2860 Vgl. z.B. die Statuten der SIG.

2861 BGE 116 II 526; Länzlinger, BSK, N. 1 zu Art. 693 OR.

mindestens einen Zehntel[2862] des Nominalwertes der Stammaktien aufweisen müssen[2863].

Gemäss Art. 656a OR ist es überdies auch möglich, Partizipationsscheine auszugeben, die aus wirtschaftlicher Sicht als stimmrechtslose Aktien betrachtet werden können[2864]. Hat eine Gesellschaft einen Teil ihres Kapitals als Partizipationsscheine ausgestattet, so kann sie mit entsprechend geringerem Kapitaleinsatz über die stimmberechtigten Aktien kontrolliert werden. Auch diese Möglichkeit ist allerdings quantitativ beschränkt: Der gesamte Nominalwert der Partizipationsscheine darf gemäss Art. 656b OR das Aktienkapital nicht um mehr als das Zweifache übersteigen[2865].

Durch die Kombination von Stimmrechtsaktien und Partizipationsscheinen ist es theoretisch möglich, die Mehrheit der Stimmrechte mit einem sehr geringen Kapitalanteil zu beherrschen[2866]. Im Extremfall[2867] können auf diese Weise rund 3% des Kapitals 50% der Stimmen repräsentieren. Obwohl bisher keine Publikumsgesellschaft eine derart extreme Lösung gewählt hat, sind verschiedene Publikumsgesellschaften heute durch Stimmrechtsaktien oder Partizipationsscheine doch so strukturiert, dass sich die Stimmrechte auf einen relativ kleinen Teil des Kapitals konzentrieren[2868]. Dieses Kapital befindet sich meist in den Händen von Personen, die dem Verwaltungsrat nahestehen und diesen auch vor Übernahmeversuchen schützen. Bei dieser Verteidigungsmassnahme ist allerdings problematisch, dass Besitzstrukturen mit Stimmrechtsaktien oder sogar Partizipationsscheinen häufig zu einer relativ tiefen Bewertung der Gesellschaft führen, da Titel ohne oder mit nur geringem Stimmrecht wegen des mangelnden Einflusses ihrer Inhaber auf die Gesellschaft tiefer bewertet werden als Aktien mit normalem Stimmrecht. Gerade diese tiefe Bewertung kann aber Übernahmeversuche anziehen und verteuert natürlich auch die Aufnahme von neuem Kapital[2869]. Aus diesem Grund haben verschiedene Gesellschaf-

---

2862 Länzlinger, BSK, N. 5 zu Art. 693; Böckli (2004), S. 446.

2863 Wird das Verhältnis von 1:10 konsequent ausgenutzt, so ist es möglich, mit einem Kapitalanteil von 9,09% plus eine Aktie eine Gesellschaft zu beherrschen. Eine derartige Kapitalstruktur hat z.B. die Groupe Financière Richemont SA.

2864 Böckli (2004), S. 544.

2865 Hess, BSK, N. 1 zu Art. 656 OR; Böckli (2004), S. 553.

2866 Zur Wirkung derartiger Abwehrmassnahmen: Tschäni (2003a), S. 399; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 65 f.; Kuy (1989), S. 125 f.

2867 Diese Konstellation wird erreicht, wenn sich das Aktienkapital aus 9,09% Stimmrechtsaktien und 90,9% Stammaktien mit zehnfachem Nennwert zusammensetzt und neben dem Aktienkapital noch ein doppelt so hohes Partizipationskapital besteht.

2868 Vgl. z.B. Roche Holding AG: 160 Mio. Inhaberaktien mit Stimmrecht und 702 Mio. Genussscheine ohne Stimmrecht; die Grundlage dieser Struktur war die Ausgabe von Genusscheinen, die im Zeitpunkt der Ausgabe noch unbeschränkt möglich war (unter dem heute geltenden Aktienrecht, das die Ausgabe von Genussscheinen stark beschränkt, könnte eine derartige Struktur nicht mehr realisiert werden); Dätwyler Holding AG: Inhaberaktien mit CHF 500 Nennwert und Namenaktien mit CHF 100 Nennwert, wobei alle Aktien unabhängig vom Nennwert das gleiche Stimmrecht haben; Compagnie Financière Richemont AG (522 Mio. Inhaberaktien à CHF 1 und 522 Mio. Namenaktien à CHF 0,1, wobei alle Aktien unabhängig vom Nennwert das gleiche Stimmrecht haben; vgl. die statistischen Angaben und Beispiele bei Gehrer (2003), S. 154 ff.

2869 Gehrer (2003), S. 157.

ten in der Vergangenheit Kapitalstrukturen mit unterschiedlichen Aktienkategorien und Partizipationsscheinen abgeschafft und eine einheitliche Kategorie von Aktien eingeführt, obwohl auf diese Weise der Schutz vor unfreundlichen Übernahmen abgebaut wurde[2870]. Die Konzentration der Stimmrechte auf eine relativ kleine Gruppe von Aktionären birgt aber auch immer die Gefahr, dass ein potentieller Erwerber dadurch die Kontrolle der Gesellschaft erwerben kann, dass er zunächst diese Stimmrechtsaktien kauft und erst nachher zu einem tieferen Preis noch ein öffentliches Angebot macht, um so die übrigen – für die Kontrolle bedeutungslosen – Aktien zu erwerben. Daher hat die Konzentration der Stimmrechte auf eine kleine Gruppe von Aktionären auch den Effekt, dass die in Ziff. III.K.1.1 dargestellte Gatekeeper-Funktion des Verwaltungsrates auf diese Aktionäre verschoben wird.

5.1.1.5 Absicherung des statutarischen Abwehrdispositivs

Ein in den Statuten verankertes Abwehrdispositiv ist nur sicher, wenn in den Statuten vorgesehen wird, dass die entsprechenden Bestimmungen nur mit qualifizierter Mehrheit abgeschafft werden können[2871]. Wirksamer als das Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen (z.B. $^2/_3$ oder $^3/_4$) ist ein Mehrheitserfordernis, das sich auf die Gesamtzahl der ausstehenden Aktien bezieht, indem neben einer qualifizierten Mehrheit der vertretenen Aktien auch noch mindestens die Zustimmung von $^1/_3$ oder $^1/_4$ des ausstehenden Kapitals verlangt wird[2872]. Soll das statutarische Abwehrdispositiv wirkungsvoll geschützt werden, so sollte auch vorgesehen werden, dass dieselben qualifizierten Mehrheiten notwendig sind, um eine Sitzverlegung ins Ausland oder eine Fusion zu beschliessen, bei der die Gesellschaft untergeht, da sowohl eine derartige Fusion wie auch eine Sitzverlegung ins Ausland mit entsprechender Anpassung der Statuten an das ausländische Recht dazu führen können, dass das Abwehrdispositiv aufgehoben wird.

Wenn die Abwehr von Übernahmeversuchen auf vinkulierten Namenaktien beruht, sollte überdies darauf geachtet werden, dass die Statuten auch die Umwandlung von Namen- in Inhaberaktien von der Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit abhängig machen, da sonst die Vinkulierung durch eine entsprechende Umwandlung unterlaufen werden könnte.

2870 Zu dieser Entwicklung: Gehrer (2003), S. 64; Kunz (1995), S. 644.

2871 Tschäni (2003a), S. 398¸ Werlen (2001), S. 133 f.; Gehrer (2003), S. 196 ff. mit Beispielen; Raggenbass (1999), S. 51; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 69 f.

2872 Eine derartige Ergänzung kann in Kombination mit einer Vinkulierung mit Eintragungsgrenze zum praktisch unüberwindlichen Hindernis werden. Wenn ein Anbieter bereits sehr viele Aktien erworben hat, das Stimmrecht wegen der Eintragungsgrenze aber nicht ausüben kann, wird es immer schwieriger, dieses zusätzliche Mehrheitserfordernis zu erreichen, da die Eintragung einer grossen Anzahl von Aktien ohne Stimmrecht dazu führt, dass allenfalls gar nicht mehr genügend Stimmrechte verfügbar sind; vgl. die Statuten der Bâloise Holding. Tschäni/Diem (2006), S. 55; Tschäni/Diem (2008), S. 122; vgl. zu den Grenzen derartiger Schutzklauseln, Böckli/Bühler, S. 38 ff.

5.1.2 Platzierung von Aktien in „sicheren Händen“ / harter Aktionärskern

Soweit Aktien von Personen gehalten werden, die nicht nur ein rein vermögensmässiges Interesse am Unternehmen haben, ist es oft möglich, Übernahmeversuche abzuwehren, da diese Aktionäre auch bei relativ grosszügigen Angeboten ihre Aktien nicht verkaufen. Interessant sind in diesem Bereich insbesondere Mitarbeiterbeteiligungspläne, dank deren Mitarbeiter zu Aktionären werden, sowie die Platzierung von Aktien bei der Gesellschaft nahestehenden Stiftungen und Pensionskassen oder bei Kunden bzw. Lieferanten für welche die Gesellschaft eine strategische Bedeutung hat[2873]. Die Schutzwirkung, die von derartigen Aktionären ausgeht, darf aber nicht überschätzt werden. Erreicht ein Angebot eine Höhe, die der Aktienkurs im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit nicht oder jedenfalls nicht in absehbarer Zeit erreicht, sehen sich gerade die Organe von Pensionskassen und anderen Stiftungen gezwungen, die Vermögensinteressen der eigenen Organisation zu wahren und die Aktien trotz des langfristigen Interesses am Unternehmen abzugeben.

Zum Teil versuchen Zielgesellschaften die Schutzwirkung eines „Aktionärkerns“ dadurch zu erhöhen, dass sie mit einzelnen Aktionären im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen oder ähnlichen Transaktionen Verträge abschliessen, in denen sich diese Aktionäre verpflichten, im Sinne der Anträge des Verwaltungsrates abzustimmen[2874]. Derartige Vereinbarungen können ihren Zweck allerdings nicht erfüllen; sie sind ungültig, da die Beeinflussung des Willens der Generalversammlung durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft selbst den Grundstrukturen der Aktiengesellschaft widerspricht[2875]. Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten sind nur im Sinne von Aktionärsbindungsverträgen zwischen den einzelnen Aktionären gültig – eine derartige Gruppenbildung zwischen den Aktionären kann zwar zu einem stabilen Aktionariat führen, hat allerdings aber auch die Konsequenz, dass sich der Schwerpunkt der Entscheidung über das Vorgehen bei Übernahmeversuchen vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zum betreffenden Aktionärskonsortium verschiebt, was im Normalfall die Abwehr von Übernahmeversuchen nicht erleichtert.

Eine Variante im Rahmen der Schaffung eines „harten Aktionärskerns“ ist die Schaffung von Kreuzbeteiligungen zwischen Industriegesellschaften[2876]. Derarti-

---

2873 Vgl. Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 70 f. vgl. Homburger ZK N. 1058 zu Art. 717 OR; die Platzierung von Aktien bei wichtigen Lieferanten oder Kunden kann zwar tatsächlich die Stabilität des Aktionariats fördern, wenn diese ein strategisches Interesse an der Gesellschaft haben. So kann eine starke Aktionärsstellung dieser Geschäftspartner auch zu geschäftspolitisch unerwünschten Abhängigkeiten gegenüber diesen Lieferanten und Kunden führen.

2874 Vgl. den in der Empfehlung der UEK vom 6. Dezember 2007 i.S. Sulzer erwähnten Fall: Im Anschluss an eine Auseinandersetzung über die Eintragung eines Grossaktionärs in das Aktienbuch der Gesellschaft schlossen die Gesellschaft und der betreffende Aktionär eine Vereinbarung ab, gemäss der dieser Aktionär in bestimmten Situationen für die Anträge des Verwaltungsrates zu stimmen hatte und auch die bestehenden Verwaltungsratsmitglieder nicht abwählen durfte (Sachverhaltsdarstellung G).

2875 Vgl. Werlen (2001), S. 108.

2876 Zu dieser Strategie Werlen (2001), S. 104; Kuy (1989), S. 125; ein Beispiel einer derartigen Kreuzbeteiligung war die gegenseitige Beteiligung von SIG und Georg Fischer, die bis Ende der 1990iger-Jahre bestand.

ge gegenseitige Beteiligungen, die durch den Austausch eigener Aktien aufgebaut werden, können tatsächlich zu einem stabilen Aktionariat führen. Sie stellen für die betreffenden Unternehmen aber immer dann ein Problem dar, wenn der Aktienkurs der einen Gesellschaft sinkt und deshalb die andere Gesellschaft einen entsprechenden Abschreibungsbedarf hat. Überdies stellen heute die Aktionäre derartige Beteiligungen generell in Frage, da damit das Kapital der Gesellschaft nicht effizient genutzt wird, sondern eine Finanzbeteiligung aufgebaut wird, welche für die Aktionäre keinen Mehrwert bringt[2877].

Eine Platzierungsstrategie bzw. der Aufbau von Kreuzbeteiligungen muss im Übrigen verfolgt werden, bevor ein konkretes Angebot vorliegt, da es dem Verwaltungsrat gemäss Art. 36 UEV nicht mehr möglich ist, nach der Publikation eines Angebotsprospektes oder einer Voranmeldung aus eigenen Aktienbeständen der Gesellschaft oder aus genehmigtem Kapital Aktien bei „freundlichen" Aktionären zu platzieren[2878]. Eine derartige Platzierung ist nach diesem Zeitpunkt nur dann möglich, wenn die Statutenklausel über das genehmigte Kapital ausdrücklich vorsieht, dass der Verwaltungsrat die Kapitalerhöhung auch zu Abwehrzwecken durchführen und dabei den Aktionären die Bezugsrechte entziehen kann[2879]; die Aktionäre werden allerdings in der Praxis kaum je einer derartigen Bestimmung zustimmen, da sie die Verwässerung ihrer Beteiligung erlaubt.

5.1.3 Poolvertrag unter den Grossaktionären

Die selbständige Existenz einer Gesellschaft kann auch dadurch gesichert werden, dass die Grossaktionäre eine Poolvereinbarung abschliessen, in der sie vereinbaren, die Aktien der Gesellschaft nicht zu veräussern, bzw. sich gegenseitig Vorkaufsrechte einräumen[2880]. Derartige Poolverträge existieren bei einigen Schweizer Gesellschaften[2881] und sind zum Teil aus Familienbeziehungen oder gemeinsamen Sanierungsbemühungen hervorgegangen. Die Bildung eines derartigen Pools ist heute allerdings schwierig, da die Bildung eines Pools, der mehr als 33$^{1}/_{3}$% der Aktien einer kotierten Gesellschaft umfasst, die Poolmitglieder zu einem Übernahmeangebot verpflichtet[2882]. Damit können heute bei kotierten Gesellschaften nur noch Pools mit einem Stimmanteil gebildet werden, der unter diesem Grenzwert liegt, was ihre Wirkung beeinträchtigt. Pools können ohne derartige Begrenzung gebildet werden, wenn eine Gesellschaft eine Opting-out-Klausel[2883] in ihre Statuten aufgenommen hat oder wenn der Pool vor der Kotierung einer Gesellschaft gebildet wird.

2877 In der Schweiz sind deshalb die meisten derartigen Kreuzbeteiligungen in den letzten 20 Jahren abgebaut worden.

2878 Dazu Ziff. III.K.4.2.2.3.

2879 Vgl. das Beispiel bei Dubs (2006), S. 47.

2880 Vgl. zur Wirkung derartiger Verträge: Tschäni (2003a), S. 399 f.; Werlen (2001), S. 107 ff.; Raggenbass (1999), S. 50; Kuy (1989), S. 80.

2881 Beispielsweise Swatch, Serono, Lindt & Sprüngli, Vontobel.

2882 Vgl. zum Pflichtangebot von Gruppen Ziff. III.J.3.3; Tschäni (2003a), S. 400.

2883 Vgl. dazu Ziff. III.J.9.

Poolverträge haben aus der Sicht der Organe der Zielgesellschaft den Nachteil, dass für einen Anbieter der Pool selber zum natürlichen Ansprechpartner für eine Übernahme wird. Ändern sich die Prioritäten der Poolmitglieder, ist es durchaus möglich, dass sie sich zum Verkauf der Gesellschaft entschliessen, was wegen der entsprechenden Mehrheitsverhältnisse dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dann kaum mehr Spielraum zur Abwehr der Übernahme lässt[2884]. Poolverträge unter den Aktionären führen in diesem Sinne dazu, dass sich die in Ziff. III.K.1.1 beschriebene Gatekeeper-Funktion, die normalerweise dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zukommt, zum Aktionärspool verschiebt.

5.1.4 Keine Due Diligence für Anbieter, keine Verhandlungen

Viele Financial Investors und Publikumsgesellschaften können ein Angebot aufgrund ihrer internen Regeln bzw. der Sorgfaltspflicht ihrer Organe nur lancieren, wenn ihnen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vorgängig eine Due Diligence erlaubt, bei der sie die Qualität des Rechnungswesens der Zielgesellschaft, die operativen Grundlagen der ausgewiesenen und zukünftigen Gewinne und mögliche Risiken ihrer Geschäftstätigkeit abklären können[2885]. Andere potentielle Anbieter wiederum können sich nur finanzieren, wenn sie ihren kreditgebenden Banken einen Due Diligence-Bericht vorlegen[2886]. Eine Möglichkeit zur Abwehr von Übernahmeangeboten besteht daher darin, keine Due Diligence eines potentiellen Übernehmers zuzulassen. Diese Strategie ist zulässig, da der Verwaltungsrat einer potentiellen Zielgesellschaft keine Verpflichtung hat, mögliche Anbieter zu einer Due Diligence zuzulassen[2887].

Ein weiterer Schritt zur Vermeidung von Angeboten ist auch, konsequent jegliche Verhandlungen abzulehnen. Beginnt ein Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft, Verhandlungen oder nur schon Gespräche mit potentiellen Übernehmern zu führen, so bleibt dies meist nicht lange geheim. Die entsprechenden Gerüchte ziehen dann transaktionsorientierte Investoren an, d.h. private und institutionelle Anleger, die gezielt in übernahmegefährdete Unternehmen investieren. Eine derartige Verschiebung im Aktionariat führt zu einer Eigendynamik in Richtung einer Übernahme, da diese Anleger nicht nur passiv auf ein Übernahmeangebot warten, sondern aktiv versuchen, derartige Angebote zu fördern. Sie verlangen in diesem Sinne vom Verwaltungsrat, auf

---

2884 Ein Beispiel eines derartigen Verkaufs war der Versuch der Bertarelli-Familie, die Serono im Winter 2005 / Frühling 2006 im Rahmen einer Auktion zu verkaufen.

2885 Vgl. B. Isler (2003), S. 6; vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 55; Gerhard (2006), S. 216; in der Praxis zeigt sich, dass nur Unternehmen, die aufgrund einer Konkurrenztätigkeit einen sehr guten Einblick in die Branche haben, in der die Zielgesellschaft tätig ist, feindliche Angebote machen. Schenker (2008), S. 136; vgl. die feindlichen Angebote von Hexagon für Leica Geosystems AG vom 27. Juni 2005 sowie das Angebot von CVC/FERD vom 6. November 2006 für SIG; in beiden Fällen war der Übernehmer in der gleichen Branche tätig wie die Zielgesellschaft

2886 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 55; Gerhard (2006), S. 216

2887 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.5.2.2.1); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.11.3); Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. EIC (E.1.3); Margiotta, Praxis 2006, S. 231; vgl. Ziff. III.K.7.2.2.

Verhandlungsangebote und Due-Diligence-Forderungen einzutreten, oder versuchen zum Teil sogar selbst, potentielle Übernehmer für das Unternehmen zu interessieren[2888]. Daher können auch relativ harmlose Gespräche über eine „potentielle Kooperation" im Markt eine Dynamik auslösen, die den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft unter erheblichen Druck setzen kann.

Für ein Unternehmen, das selbständig bleiben will, ist es am besten, jegliche Einladungen zu Verhandlungen rasch und klar zurückzuweisen und sich weder auf Gespräche einzulassen noch eine Due Diligence zu gewähren. Mit einem derartigen Verhalten verstösst der Verwaltungsrat nicht gegen seine Pflichten, da er – wie vorne in Ziff. III.K.2.2 dargestellt – keine Verpflichtung hat, auf Verhandlungsangebote Dritter einzutreten, solange die Gesellschaft nicht aus finanziellen Gründen auf die Unterstützung eines Übernehmers angewiesen ist.

Obwohl der Verwaltungsrat keine rechtliche Pflicht hat, auf Verhandlungsangebote einzutreten oder auf Forderungen nach einer Due Diligence einzugehen, kann die oben dargestellte harte „Verweigerungshaltung" in der wirtschaftlichen Realität zu Problemen führen. Kann der Verwaltungsrat seinen Aktionären keine positive Leistungsbilanz vorlegen und gelangen Gerüchte über die betreffenden Anfragen an die Öffentlichkeit, so wird der Verwaltungsrat gerade im Hinblick auf Wahlen an einer Generalversammlung unter massiven Druck kommen[2889]. Daher kann eine derartige Strategie letztlich nur dann überzeugend vor den Aktionären vertreten werden, wenn der Verwaltungsrat der potentiellen Zielgesellschaft eine positive Leistungsbilanz vorweisen kann und auch tatsächlich den Aktienwert gesteigert hat, sodass die Aktionäre auch ohne das Angebot eines Dritten einen Mehrwert realisieren können.

5.1.5 Ein hoher Aktienkurs als bestes Verteidigungsmittel

Das beste präventive Verteidigungsmittel gegen Übernahmen ist ein hoher Aktienkurs. Reflektiert der Aktienkurs das gesamte Wertpotential des Unternehmens, ist es für einen Anbieter wesentlich weniger attraktiv, das betreffende Unternehmen zu übernehmen, da seine Möglichkeiten, einen zusätzlichen Wertzuwachs zu erreichen, dementsprechend eingeschränkt sind[2890].

Ein hoher Aktienkurs kann allerdings nicht durch kurzfristige Aktionen erzwungen werden, sondern ist die Frucht einer langfristig optimalen Geschäftsführung. Diese führt aber auch nur dann zu hohen Kursen, wenn die entsprechenden Erfolge und Wertsteigerungsstrategien von Verwaltungsrat und Ge-

---

2888 Vgl. das Verhalten der Sterling/Tettamanti-Gruppe bei Sarna 2004 oder bei SIG Anfang 2005.

2889 Zu einer derartigen Situation kam es 2006 bei der SIG: An der ordentlichen Generalversammlung versuchten Aktionäre, die der Sterling Invest nahestanden, die Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder auszuwechseln, da der bisherige Verwaltungsrat sich gegen Übernahmen gewandt hatte. Vgl. dazu Gerhard (2006), S. 219.

2890 Dieser Druck zur Vermeidung eines Übernameangebotes, Massnahmen zur Steigerung des Aktienkurses durchzuführen, belegt letztlich die vorne in Ziff. I.1.2 dargestellte präventiv-disziplinierende Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle.

schäftsleitung den Aktionären bzw. dem Markt wirkungsvoll kommuniziert werden. Auch wenn das Rezept zur Vermeidung von Übernahmen („sei erfolgreich und rede davon") trivial erscheint, zeigt die Praxis bei den meisten Gesellschaften, die übernahmegefährdet sind, Defizite in folgenden Bereichen:

- Das Wertpotential der Gesellschaft wird nicht konsequent realisiert

  Eine Übernahme eines kotierten Unternehmens ist meistens nur interessant, wenn das Wertpotential des Unternehmens 30–40% über dem Börsenkurs liegt[2891]. Soweit dieses Potential auf Synergien basiert, die bei einer Kombination von Technologien, Produktionsstätten oder Vertriebskanälen von Anbieter und Zielgesellschaft realisiert werden können, kann die Zielgesellschaft an der entsprechenden Wertdifferenz wenig ändern. In der Praxis sind Fälle, in denen derartige Synergien tatsächlich realisiert werden können, jedoch selten. Meistens berechnet ein Übernehmer sein Wertsteigerungspotential allein aufgrund von konsequenten Sparmassnahmen und einer Optimierung der Kapitalstruktur durch höhere Fremdkapitalfinanzierung[2892]. Diese Wertpotentiale kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber auch selbst realisieren. Letztlich lassen sich deshalb Übernahmen häufig schon dadurch vermeiden, dass die Zielgesellschaft die wertsteigernden Massnahmen selbst durchführt, die ein Übernehmer nach der Übernahme zur Realisierung des Wertpotentials umsetzen würde („raid yourself"). Will sich der Verwaltungsrat einer übernahmegefährdeten Gesellschaft vor Übernahmeangeboten schützen, so muss er in diesem Sinne immer das betriebliche Sparpotential und auch die Möglichkeiten zur Optimierung der Kapitalstruktur analysieren und die erkannten Potentiale konsequent umsetzen, auch wenn dies zum Teil harter Entscheide bedarf[2893].

- „Underpromise and overdeliver"

  Viele Schweizer Unternehmen verfolgen in typisch schweizerischen Bescheidenheit die Maxime „Underpromise and overdeliver", d.h., sie machen keine oder nur bescheidene Voraussagen über ihre zukünftigen Ziele und sind stolz darauf, die eigenen Voraussagen bzw. die Prognosen der Analysten regelmässig zu übertreffen. Hintergrund dieser Politik ist zum Teil auch, dass auf diese Weise die Kritik vermieden werden kann, die entsteht, wenn ein Unternehmen die eigenen Voraussagen nicht erreicht. Dies ist zwar für Verwaltungsrat und Management angenehm, führt aber zu einer Börsenbewertung, die das tatsächliche Wertpotential des Unternehmens nicht widerspiegelt, da dieses mangels Bekanntgabe

---

2891 Vgl. Ziff. I.2.2.5.

2892 Chatterjee (1992), S. 267, 284, kam bei einer Analyse von Unternehmensübernahmen im Zeitraum zwischen 1963 und 1986 zum Schluss, dass die Übernehmer den Gewinn der übernommenen Unternehmen primär dadurch steigern konnten, dass sie das beim Unternehmen selbst vorhandene Potential nutzten, indem sie einerseits die Kosten konsequent senkten und andererseits vernachlässigte Einnahmequellen realisierten.

2893 Vgl. Ruffner (2000), S. 405 f.

der unternehmerischen Ziele nicht offengelegt worden ist. Unternehmen, die Übernahmen vermeiden wollen, sollten deshalb gerade im Bereich langfristiger Prognosen bezüglich Umsatz- und Eigenkapitalrendite die tatsächlich angestrebten hohen Ziele bekanntgeben und nicht bescheidene Zahlen veröffentlichen, nur um dem Druck der Aktionäre und Analysten auszuweichen.

Eine konsequente „Raid yourself"-Politik, mit der das Potential des Unternehmens realisiert wird, sowie die Kommunikation entsprechend ambitionierter Ziele erleichtern auch die Stellungnahme des Verwaltungsrates beim Vorliegen eines Angebotes. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ist nämlich nicht glaubwürdig, wenn er bei einer Stellungnahme zu einem Angebot den Aktionären erklärt, dass der Wert des Unternehmens wesentlich über den bisherigen Aktienkursen und dem Angebotspreis liegt, da es über ein Potential verfüge, das in den bisherigen Medienkonferenzen und Geschäftsberichten zwar nicht dargestellt worden sei, nun aber rasch realisiert werden soll. Die Aktionäre der Zielgesellschaft werden in einer derartigen Situation das Gefühl haben, dass der Verwaltungsrat das plötzlich entdeckte Wertpotential nur zur kurzfristigen Abwehr erfunden hat, und dem Verwaltungsrat deshalb wenig Glauben schenken. Zum Teil werden sie sich aber auch die Frage stellen, weshalb der Verwaltungsrat durch ein Angebot gezwungen werden muss, den Aktionären das wahre Potential der Gesellschaft offenzulegen und zu realisieren. Auch wenn der Verwaltungsrat zur Abwehr eines Angebotes neue Massnahmen zur Wertsteigerung ergreift, sollten diese in der Linie der bisher kommunizierten Strategie liegen und eine Fortentwicklung der Strategie bzw. eine Beschleunigung der Realisierung darstellen, um so die Glaubwürdigkeit des Verwaltungsrates sicherzustellen.

Die Verfolgung einer betrieblichen Optimierungsstrategie, die zu hohen Aktienbewertungen führt, sollte aber nicht mit einer blossen Wachstumsstrategie verwechselt werden[2894]. Eine rein auf die Vergrösserung des Unternehmens ausgerichtete Strategie („too big to be taken over") ist meistens nicht erfolgreich. Einerseits ist Grösse heute kein Argument mehr gegen eine Übernahme, da gerade Private-Equity-Fonds über sehr hohe Mittel verfügen[2895]. Andererseits kann aber gerade eine unkontrollierte Wachstumsstrategie, die durch Übernahmen gestützt wird, zu einer Unterbewertung eines Unternehmens führen, die eine Übernahme interessant macht[2896].

5.2 Abwehrmassnahmen nach Publikation eines Angebotes

Ist ein Angebot publiziert oder vorangemeldet worden, das eine attraktive Prämie gegenüber dem Börsenkurs aufweist, so wird die Verteidigung für den

---

2894 Vgl. Köpfli (2000), S. 93 ff.

2895 Vgl. die bei Kurer (2008), S. 227 aufgeführten Beispiele grosser Transaktionen.

2896 Vgl. die Situation von Scor, deren Aktien im Sommer 2008, ca. neun Monate nach der Übernahme der Converium, erheblich unter dem Buchwert notierten.

Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sehr schwierig, da die Aktionäre bei einer derartigen Prämie ein starkes ökonomisches Interesse am Erfolg des Übernahmeangebotes haben. Dieses Problem wird dadurch verschärft, dass die vorne in Ziff. I.1.3 dargestellte Eigendynamik des Marktes einsetzt: Die bisherigen lang- und mittelfristig interessierten Aktionäre werden durch neue, transaktionsorientierte Investoren abgelöst, die sehr stark auf eine Übernahme hinwirken und nur das Ziel haben, eine Übernahme zu einem möglichst hohen Preis zu erreichen[2897]. Liegt einmal die Mehrheit aller Aktien bei derartigen Investoren, wird es praktisch unmöglich, eine Übernahme zu vermeiden[2898].

5.2.1 Kommunikation des Verwaltungsrates

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss im vorne dargestellten Bericht zum Angebot Stellung nehmen. Er kann dabei das Angebot im Hinblick auf das Wertpotential des Unternehmens ablehnen und darlegen, dass die Realisierung der eigenen Strategie zu einer höheren Wertschöpfung führt. Die Darstellung des eigenen Unternehmenswertes ist für die erfolgreiche Abwehr eines Übernahmeversuches von zentraler Bedeutung, da die Aktionäre in der Praxis allein aufgrund eines Vergleichs zwischen dem Angebotspreis und dem Unternehmenswert der Zielgesellschaft entscheiden[2899].

Der Verwaltungsrat kann seine Argumentation in seinem Bericht durch weitere Medienverlautbarungen sowie durch Roadshows bei Analysten und Aktionären vertiefen und er kann sich auch mit einzelnen Aktionären besprechen[2900]. Bei dieser Kommunikation ist es wesentlich, dass der Verwaltungsrat das eigene Wertsteigerungspotential überzeugend darstellen kann, was im Allgemeinen nur möglich ist, wenn er bereits vor der Übernahmesituation die Steigerung des Shareholder Value in den Mittelpunkt seiner Strategie gestellt und im Rahmen seiner Kommunikation mit Aktionären und Analysten das Wertpotential des Unternehmens sowie seine Pläne zur Realisierung dieses Potentials offengelegt hat. Eine erfolgreiche Kommunikatikonsstrategie ist in diesem Sinne nur möglich, wenn die Aussagen des Verwaltungsrates über das Wert-

---

2897 Im Falle von Leica zeigte sich beispielsweise, dass innert rund sechs Wochen nach dem ersten Angebot von Hexagon über 60% aller Leica-Aktien in den Händen von derartigen Investoren waren. Romerio/Gerhard (2007), S. 5; Gerhard (2006), S. 216.

2898 Zur rein finanziellen Orientierung der Aktionäre Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 117. Ein Beispiel einer erfolgreichen Abwehr war dagegen Forbo, bei der verschiedene grössere Aktionäre feststellten, dass die offerierte Prämie dem Wertpotential des Unternehmens nicht entsprach, und deshalb das Angebot ablehnten und nach dem Scheitern des Angebotes zum Teil selber die Führungsverantwortung für das Unternehmen übernahmen. Gerhard (2006), S. 220.

2899 Vgl. Harris (2005), S. 194 ff.; der Verwaltungsrat muss bei seiner Kommunikation vor allem auch berücksichtigen, dass sich das Aktionariat, wie oben dargestellt, im Verlaufe eines Übernahmeverfahrens ändert und sich normalerweise zur Mehrheit aus transaktionsorientierten institutionellen Aktionären zusammensetzt, die an einer Transaktion interessiert sind und eine sehr kurzfristige, auf Kapitalgewinn ausgerichtete Optik haben

2900 Dazu kann auch mit Hotlines, E-Mail-Services und interaktivem Internet-Auftritt (FAQ) gearbeitet werden; vgl. Werlen (2001), S. 109; Bühler (2003), S. 44; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 79, 103 ff. und 167 ff.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 238.

steigerungspotential der Zielgesellschaft und dessen Realisierung im Lichte seiner bisherigen Tätigkeit und Erfolge auch tatsächlich glaubhaft sind[2901].

Kommunikation und Argumentation des Verwaltungsrates sollten sich immer auf die für den Aktionär zentrale Frage des Unternehmenswertes und den Vergleich mit dem Angebotspreis konzentrieren. Aussagen des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft über das Schicksal der Zielgesellschaft nach einer erfolgten Übernahme sind zwar für die Leitungsorgane und Arbeitnehmer der Zielgesellschaft selbst von grosser Bedeutung, haben für die Aktionäre der Gesellschaft aber keine wesentliche Bedeutung, da sie bei einer Übernahme ihre Aktionärstellung abgeben und kein Interesse mehr an der Gesellschaft haben[2902]. Ausführungen der Zielgesellschaft über den mangelnden strategischen „Fit" eines Zusammenschlusses oder die Gefährdung von Arbeitsplätzen dienen eher der Beeinflussung der öffentlichen Meinung, haben in Anbetracht der finanziellen Orientierung der Aktionäre aber kaum direkten Einfluss auf den Entscheid der Aktionäre über Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes[2903]. Bei nüchterner Betrachtung ist eine derartige Argumentation letztlich nur bei einem Tauschangebot sinnvoll, bei dem die Aktionäre der Zielgesellschaft Aktien des Anbieters erhalten und der Wert des Anbieters in erheblichem Mass durch die reibungslose Integration der Zielgesellschaft und entsprechende Synergiegewinne beeinflusst wird. In einem derartigen Fall sind die Überlegungen über betriebliche Vor- und Nachteile der Übernahme für die Entscheidung der Aktionäre wesentlich, da sie sich direkt auf den Gegenwert auswirken, den die Aktionäre der Zielgesellschaft für ihre Aktien erhalten[2904]. Bei Barangeboten dagegen hat diese Argumentation für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft keinen praktischen Nutzen.

Bei seiner Kommunikation im Rahmen eines Übernahmeverfahrens muss sich der Verwaltungsrat immer an das Wahrheits- und Vollständigkeitsgebot gemäss Art. 29 BEHG halten[2905]. Diese Pflicht gilt nicht nur für den Bericht des Verwaltungsrates selber, sondern auch für sämtliche anderen Verlautbarungen, die der Verwaltungsrat während der Angebotsfrist im Zusammenhang mit dem Angebot veröffentlicht[2906]. Das Wahrheitsgebot muss auch beachtet werden, wenn der Verwaltungsrat Aussagen über die zukünftige Wertentwicklung macht oder sogar detaillierte Prognosen über die Steigerung der zukünftigen

---

2901 Vgl. Harris (2005), S. 207 f.; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 117 f.

2902 Vgl. z.B. die Aussagen von Leica Geosystems im Sommer 2005 beim ersten Übernahmeversuch von Hexagon oder die Aussagen von Sulzer im Jahr 2000 beim Übernahmeversuch von InCentive.

2903 Vgl. zu dieser Argumentation Watter (1990), S. 81.

2904 Vgl. die Argumentation des Verwaltungsrates der Converium im Bericht des Verwaltungsrates zum Angebot von Scor vom 12. April 2007.

2905 Dazu Ziff. III.K.4.1.3.

2906 Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. April 2000, i.S. Big Star (E.1.2); Tschäni (2003a), S. 408.

Gewinne abgibt[2907]. Derartige Aussagen müssen auf einer nachvollziehbaren Grundlage beruhen, d.h., sie müssen auf der Basis der im Zeitpunkt der Aussage erkennbaren bisherigen Resultate und Entwicklungen als vertretbar erscheinen.

Soweit der Verwaltungsrat bei seiner Kommunikation neue Informationen vorbringt, die kursrelevant sind, so muss er die Regeln über die Ad-hoc-Publizität und vor allem auch die damit verbundenen Regeln über die Gleichbehandlung von Aktionären beachten[2908]. Dies bedeutet, dass der Verwaltungsrat derartige Informationen immer im Rahmen einer Ad-hoc-Publizitätsmeldung allen Anlegern zugänglich machen muss, bevor er sie in Medienkonferenzen, Roadshows oder Einzelgesprächen einzelnen Analysten und Aktionären offenlegt.

5.2.2 Strukturelle Änderungen zur Wertsteigerung des Unternehmens

Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Argumentation bezüglich des Unternehmenswertes allein aufgrund der bisher verfolgten Strategie des Unternehmens führt, ist er immer mit dem Problem konfrontiert, dass Kommunikation und Umsetzung seiner Strategie nur zur bisherigen Börsenbewertung geführt haben[2909], die unter dem Angebotspreis liegt. Daher genügt diese Art der Argumentation häufig nicht, um ein Angebot abzuwehren.

In einer derartigen Situation empfiehlt es sich für den Verwaltungsrat häufig, die bisher verfolgte Strategie insoweit zu ergänzen, dass er zusätzliche Schritte in Aussicht stellt, die für die Aktionäre direkt wertsteigernd wirken und sich im Sinne einer beschleunigten Umsetzung der Strategie kurzfristig auswirken. Dabei kommen insbesondere folgende Massnahmen in Frage[2910]:

– Devestitionen

  Die Devestition einzelner Bereiche und die Ausschüttung des Verkaufserlöses an die Aktionäre als Dividende bzw. als steuergünstige Kapitalrückzahlung[2911] kann erheblich zur Wertsteigerung eines Unternehmens beitragen. Ein derartiger positiver Effekt tritt insbesondere dann ein, wenn die Börsenkapitalisierung der Gesellschaft unter ihrem „Break-up" Value liegt oder durch den Verkauf nicht betriebsnotwendiger Aktiven

---

2907 Derartige Aussagen machte beispielsweise der CEO der Saurer im Vorfeld der GV 2006 zur Abwehr möglicher Übernahmeangebote durch Laxey Partners.

2908 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.5 vorne.

2909 Bei vollumfänglicher Kommunikation der Strategie wird der Wertbeitrag dieser Strategie im Rahmen der Preisbildung der Börse berücksichtigt und entsprechend im Kurs reflektiert (zur Preisbildung im Rahmen eines effizienten Marktes Ziff. I.1.1.1).

2910 Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 79.

2911 Diese Strategie verfolgte beispielsweise Ascom unter dem Druck von Sterling Investments, indem sie im Jahr 2005 zwei Unternehmensbereiche verkaufte und im Jahr 2006 eine grosse Kapitalrückzahlung vornahm; in diesem Fall war es allerdings nicht zu einem öffentlichen Angebot gekommen, dieses war nur angedroht worden.

Gewinne erzielt werden können, die von den Aktionären bisher nicht erwartet worden sind.

– Spin-offs

  Der Spin-off eines Bereiches durch Ausschüttung der Aktien an die Aktionäre[2912] kann zu erheblichen Wertsteigerungen führen, wenn die Börsenkapitalisierung eines Unternehmens unter einem Konglomeratsdiscount leidet, weil es verschiedene Bereiche umfasst, welche keinerlei Synergien aufweisen.

– Restrukturierungs- und Sparprogramme

  Auch die Bekanntgabe von Sparprogrammen kann zur Wertsteigerung beitragen. Dieser Effekt tritt vor allem dann ein, wenn die Ergebnisverbesserung in der Ankündigung selbst schon quantifiziert wird[2913].

– Expansion in neue Gebiete

  Auch die Bekanntgabe einer Expansion in neue Unternehmensbereiche oder geographische Gebiete kann zu einer Wertsteigerung führen und dementsprechend den Kurs der Aktie erhöhen[2914]. Derartige Ankündigungen können allerdings dann problematisch sein, wenn der angekündigte Expansionsschritt kapitalintensiv ist, da der erhöhte Kapitaleinsatz eine Wachstumsstrategie für die Aktionäre mindestens in der Anfangsphase unattraktiv macht.

Werden derartige wertsteigernde Massnahmen als Reaktion auf ein Übernahmeangebot bekanntgegeben, so stellen kritische Aktionäre häufig die Frage, weshalb ein Übernahmeangebot notwendig war, um den Verwaltungsrat zu wertsteigernden Schritten zu bewegen, was zu einem entsprechenden Erklärungsbedarf des Verwaltungsrates führt. Trotz dieser Probleme empfiehlt es sich aber für eine von einem Angebot betroffene Gesellschaft, diese Möglichkeiten der Argumentation bzw. die entsprechenden Strategieänderungen zu analysieren und gegebenenfalls umzusetzen, da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Wertargumentation aufgrund seiner bisherigen Strategie meist nicht für sich entscheiden kann. Für die Glaubwürdigkeit des Verwaltungsrates ist es dabei entscheidend, dass diese zusätzlichen Massnahmen von der bisherigen Strategie nicht diametral abweichen, sondern auf der Linie der bisheri-

---

2912 Diese Strategie verfolgte Sulzer mit der Abspaltung von Sulzer MedTech nach der Offerte von InCentive Capital im Jahr 2000.

2913 Vgl. beispielsweise die Aussagen von Sulzer im Jahr 2000 gegenüber der Offerte von InCentive Capital, wo Einsparungen von CHF 40 Mio. p.a. in Aussicht gestellt wurden, zit. bei Harris (2005), S. 210.

2914 Eine derartige Ankündigung machte Leica Geosystems im Sommer 2005, um das Angebot von Hexagon abzuwehren; der Verwaltungsrat kündigte den Ausbau der Tätigkeit in den USA an; Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.9.5.2).

gen Strategie liegen und als beschleunigte Umsetzung dieser Strategie präsentiert werden können.

Bei strukturellen Änderungen müssen aber die Grenzen von Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV beachtet werden, die Veränderungen des Aktiv- und Passivbestandes der Zielgesellschaft von über 10% nach der Publikation eines Angebotes bzw. einer Voranmeldung verbieten[2915]. Im Allgemeinen können Devestitionen, Spin-offs oder auch grosse Investitionen deshalb nur für den Fall angekündigt werden, dass das Angebot des Anbieters nicht erfolgreich ist. Bereits diese Ankündigung hat aber im Normalfall eine positive Wirkung auf den Aktienkurs und kann deshalb ein Angebot unattraktiv machen.

5.2.3 Erhöhung des Leverage durch die Ausschüttung von Substanzdividenden und Kapitalrückzahlungen

Eine der einfachsten wertsteigernden Massnahmen, die finanziell orientierte Übernehmer verfolgen, ist die Erhöhung des Leverage im Unternehmen durch eine Verringerung des Eigenkapitals[2916]. Diese Optimierungsschritte kann ein Unternehmen auch als Abwehrmassnahme einsetzen, indem es selber durch Substanzausschüttungen, Kapitalherabsetzungen oder Rückkauf von Aktien das Eigenkapital reduziert und sich in entsprechendem Rahmen durch Fremdkapital refinanziert[2917].

Gerade bei Unternehmen, die einen stabilen freien Cashflow ausweisen, kann die Rückführung von Eigenkapital zu einer Wertsteigerung führen, die eine echte Alternative zu einem Angebot bietet. Auch bei derartigen Massnahmen sind allerdings die Schranken von Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV zu beachten. Sofern sie nicht durch die Generalversammlung beschlossen werden, sind derartige Massnahmen nur in Höhe von bis zu 10% des Bilanzwertes möglich[2918]. Sie können aber für den Fall angekündigt werden, dass das Angebot nicht erfolgreich ist, was im Allgemeinen bereits genügt, um den Aktienkurs der Zielgesellschaft zu steigern.

5.2.4 Der Kauf eigener Aktien

Der Kauf eigener Aktien kann als Abwehrmittel eingesetzt werden, weil mit der verstärkten Nachfrage der Kurs der Aktien der Zielgesellschaft steigt und dementsprechend das Angebot des Anbieters unattraktiv wird[2919]. Soweit es der Zielgesellschaft gelingt, den Aktienkurs während der gesamten Angebotsfrist

---

2915 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.9.5); im Einzelnen dazu Ziff. III.K.4.2.2.

2916 Vgl. zu den Optimierungsmöglichkeiten und zum entsprechenden Wertsteigerungspotential bei an der SWX kotierten Gesellschaften Suter/Volkart (2006), S. 631.

2917 Ein Aktienrückkauf wurde beispielsweise im Sommer 2005 von der SIG bei latent drohenden Übernahmeangeboten eingesetzt, während die spanische Endesa im Rahmen der Abwehr eines Angebotes der E.ON im Sommer 2006 eine massive Dividendenzahlung vorsah; vgl. Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 79.

2918 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.9.5.1.4).

2919 Vgl. Homburger ZK N. 1060 zu Art. 717 OR.

über dem Angebotspreis zu halten, kann sie damit die Übernahme verhindern, da bei einer derartigen Kurssituation die Aktionäre das Angebot nicht annehmen werden[2920]. Überdies werden mit dem Kauf eigener Aktien auch Aktien vom Markt genommen, die sich bei verkaufswilligen Aktionären befinden und daher mit grosser Wahrscheinlichkeit dem Anbieter angedient würden[2921]. Gerade wegen dieser Auswirkungen von Aktienrückkäufen, verbietet Art. 36 Abs. 2 lit. e UEV der Zielgesellschaft während der Angebotsfrist eigene Aktien zu erwerben. Daher sind während der Angebotsfrist Aktienrückkäufe nur zulässig, wenn die Generalversammlung der Zielgesellschaft diese Rückkäufe vorher autorisiert hat[2922]. Auch wenn aufgrund eines Generalversammlungsbeschlusses Rückkäufe während der Angebotsfrist möglich sind, muss allerdings das vorne in Ziff. III.K.3.2 dargestellte Gleichbehandlungsgebot eingehalten werden, d.h. es dürfen nicht von einzelnen besonders aggressiven Aktionären, wie z.B. vom Anbieter selbst Aktien zu Preisen gekauft werden, die über dem Marktkurs liegen.

Rückkaufprogramme können aber auch während der Angebotsfrist für den Fall angekündigt werden, dass das Angebot nicht erfolgreich ist, was oft bereits genügt, um den Aktienkurs der Zielgesellschaft zu steigern. Nach der Praxis der Übernahmekommission muss die Zielgesellschaft bei einer derartigen Ankündigung allerdings Zeitraum, Methode und Preis für das Rückkaufsangebot angeben, damit die Aktionäre abschätzen können, welche Vorteile sie aus einem derartigen Rückkaufsangebot tatsächlich erwarten können[2923].

5.2.5 Verkauf attraktiver Aktiven

Eine radikale Strategie zur Abwehr von Übernahmen ist es, attraktive Aktiven bzw. Tochtergesellschaften oder Betriebsteile zu verkaufen oder einer Drittpartei ein Kaufrecht für den Fall einer Übernahme einzuräumen, um die Gesellschaft so für einen potentiellen Übernehmer unattraktiv zu machen[2924]. Derartige Strategien sind für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber äusserst problematisch, da ihm vorgeworfen werden kann, dass er die Gesellschaftsinteressen verletzt, indem er Aktiven der Gesellschaft zu ungenügenden Preisen veräussert[2925]. Da der Verwaltungsrat für den Schaden, den die Gesellschaft durch eine derartige Verschleuderung von Aktiven erleidet, gemäss Art. 754

2920 Leica Geosystems versuchte eine derartige Strategie zu verfolgen, indem sie nach der Ankündigung eines öffentlichen Angebotes durch Hexagon selbst ein Aktienrückkaufangebot in Aussicht stellte; Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.9.5.1.4).

2921 Vgl. zum Erwerb eigener Aktien als Abwehrmassnahme Empfehlung der UEK vom 29. Dezember 2006 i.S. Bank Linth (E.1.2.4.3); Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2005 i.S. Leica (E.9.5.1.4); zu den aktienrechtlichen Beschränkungen des Rückkaufs im Allgemeinen: Hofstetter (1998b), S. 137 ff. und 148 f.; Tschäni (2003a), S. 406; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 75; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 236.

2922 Zur Wirkung des Generalversammlungsbeschlusses Ziff. III.K.4.2.2.6 vorne.

2923 Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E.1.4.1).

2924 Zu diesen Massnahmen: Tschäni (2003a), S. 403 f.; Werlen (2001), S. 100 ff.; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 76; Homburger ZK N. 1049 zu Art. 717 OR.

2925 Böckli (2004), S. 753; Tschäni (2003a), S. 403 f.; Watter (1990), S. 363; Homburger ZK N. 1050 zu Art. 717 OR.

OR haftbar gemacht werden kann, muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf derartige Strategien verzichten[2926]. Wie vorne in Ziff. III.K.4.2.2 dargestellt, verbieten Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 36 UEV überdies den Verkauf wesentlicher Betriebsteile, sobald ein öffentliches Angebot vorliegt, weshalb wesentliche Aktiven nach diesem Zeitpunkt ohnehin nicht mehr verkauft werden können und auch keine Kaufsrechte mehr eingeräumt werden können.

Zum Teil verlangen allerdings Gegenparteien ohne direkten Bezug auf eine konkret drohende Übernahme bei Joint Ventures, anderen strategisch wichtigen Kooperationsprojekten sowie auch bei langfristigen Lizenz- und Vertriebsverträgen Change-of-Control-Klauseln, da für diese Gegenparteien die Frage, wer die Gesellschaft kontrolliert, einen wesentlichen Einfluss auf die betreffende Vertragsbeziehung hat. In derartigen Situationen, in denen die Vereinbarung einer Kontrollwechselklausel nicht Teil eines Abwehrdispositivs, sondern notwendiger Bestandteil eines Vertrages ist, kann weder der Abschluss des Vertrages noch die Auslösung der Kontrollwechselklausel als unzulässige Abwehrmassnahme gewertet werden. Daher ist es auch kotierten Gesellschaften möglich, derartige Kontrollwechselklauseln einzugehen, wenn sie nicht im Zusammenhang mit der Abwehr des Angebotes vereinbart werden, von der Gegenseite des betreffenden Vertragsverhältnisses gefordert werden und im Rahmen des betreffenden Vertragsverhältnisses wirtschaftlich sinnvoll sind[2927].

5.2.6 Pac-Man-Verteidigung

In den USA ist die Strategie einer Zielgesellschaft, selbst ein Übernahmeangebot für den Anbieter zu lancieren, in Anlehnung an ein altes Videospiel als „Pac-Man-Verteidigung“ bekannt geworden[2928]. Eine derartige Strategie ist allerdings nur in den wenigsten Fällen denkbar, da es häufig gar nicht möglich ist, den Anbieter zu übernehmen, weil es sich entweder nicht um ein kotiertes Unternehmen handelt oder die Aktien in festen Händen sind. Überdies ist der Anbieter typischerweise auch grösser als die Zielgesellschaft, sodass eine derartige Strategie von vornherein an den finanziellen Möglichkeiten der Zielgesellschaft scheitert. Zudem ist es auch äusserst schwierig, den Aktionären der Zielgesellschaft eine derartige Strategie zu kommunizieren, da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft damit zugeben muss, dass ein Zusammenschluss wirtschaftlich sinnvoll ist, dass er aber der Meinung ist, dass die Zielgesellschaft als Übernehmerin auftreten sollte. Die Pac-Man-Strategie führt nur dazu, dass die Zielgesellschaft, und damit wirtschaftlich betrachtet ihre Aktionäre, eine Prämie für die Übernahme zahlt und nicht eine Prämie des Anbieters erhält. Da bei der Übernahme des Anbieters durch die Zielgesellschaft nicht wesentlich höhere Mehrwerte entstehen als bei der Übernahme der Zielgesell-

---

2926 Nobel (2004b), S. 973.

2927 Die möglichen wirtschaftlichen Nachteile, die sich für ein Unternehmen aus einer Kontrollwechselklausel ergeben, müssen in diesem Sinne durch die Vorteile, die sich aus dem gesamten Vertragsverhältnis ergeben, aufgewogen werden.

2928 Zu dieser Strategie: Tschäni (2003a), S. 407; Werlen (2001), S. 95 f.; Kuy (1989), S. 105; Tschäni/Diem (2008), S. 125 f.

schaft durch den Anbieter, kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine derartige Umkehrung der Prämie gegenüber den eigenen Aktionären nicht rechtfertigen. Daher ist es bisher in der Schweiz auch noch nie zu einer derartigen Verteidigungsstrategie gekommen[2929].

Hat der Anbieter bereits den Angebotsprospekt oder eine Voranmeldung publiziert, scheitert die Pac-Man-Verteidigung auch an Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV, da die Zielgesellschaft mit ihrem eigenen Angebot typischerweise ein Aktivum erwerben würde, das 10% der eigenen Bilanzsumme überschreitet[2930].

5.2.7 Einholung von Konkurrenzofferten: die Suche nach dem „White Knight" und Auktionen

Wenn es für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft argumentativ schwierig wird, ein Übernahmeangebot abzulehnen, da der Anbieter eine hohe Prämie offeriert bzw. der Verwaltungsrat keine Strategien darlegen kann, die bei weiterer Selbständigkeit innert vernünftiger Zeit zu Kursen führen, die über dem Angebotspreis liegen, wird eine Übernahme letztlich unvermeidbar. In einer derartigen Situation wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft versuchen, den Angebotspreis dadurch zu erhöhen, dass er einen Anbieter findet, der ein höheres Angebot unterbreitet[2931]. Die Suche nach einem derartigen „White Knight" ist eine erlaubte Abwehrstrategie und liegt auch im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft, da diese so in den Genuss eines höheren Angebotspreises kommen[2932]. Verfolgt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine derartige Abwehrstrategie, so muss er allerdings die Vorschriften über konkurrenzierende Angebote beachten, die es verbieten, den „White Knight" besser zu behandeln als den Erstanbieter[2933]. Will der Verwaltungsrat dem „White Knight" durch Lock-up-Vereinbarungen oder durch die Vereinbarung von grosszügigen Entschädigungszahlungen für den Fall des Scheiterns seiner Offerte einen besonderen Vorteil verschaffen, so muss er gemäss dem in Art. 49 UEV festgehaltenen Gleichbehandlungsgrundsatz den gleichen Vorteil auch dem Erstanbieter einräumen[2934]. Werden dem „White Knight" mehr Informationen offengelegt als dem ersten Anbieter, um ihn zu einem hohen Angebot zu bewegen, so zwingt das Gleichbehandlungsgebot die Zielgesellschaft dazu, diese

---

2929 Vgl. Nobel (2004b), S. 973.

2930 Tschäni/Oertele, BSK, N. 17 zu Art. 29 BEHG; Bühler (2003), S. 33; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 231.

2931 Watter (1990), S. 81; Tschäni/Oertle, BSK, N. 18 zu Art. 29 BEHG; Werlen (2001), S. 106; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 74 f.

2932 Tschäni (2003a), S. 408; Nobel (2004b), S. 972; Bühler (2003), S. 43; Bohrer (1997), S. 248 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 238.

2933 Vgl. dazu Ziff. III.H.3.

2934 Vgl. Tschäni (2003a), S. 408.

zusätzlichen Informationen auch dem Erstanbieter offenzulegen, damit dieser sein Angebot entsprechend aufbessern kann[2935].

Erkennt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, dass ein Verkauf unvermeidlich ist, kann er aber auch direkt eine Auktion einleiten, um öffentlich einen Konkurrenzanbieter zu suchen, der den Erstanbieter übertrifft[2936]. Eine derartige Strategie hat für den Verwaltungsrat den Vorteil einer klaren Kommunikation gegenüber den Aktionären sowie auch dem Anbieter und potentiellen Interessenten: Wenn der Verwaltungsrat seine Absicht offengelegt hat, wissen alle Beteiligten, dass dieser einem Verkauf nicht entgegensteht, sondern vielmehr den höchstmöglichen Preis erreichen will[2937]. Dies führt insbesondere dazu, dass die Aktionäre[2938] den Verwaltungsrat in seinen Bemühungen, ein höheres Angebot zu erreichen, unterstützen und – ganz im Gegenteil zu ihrem Verhalten bei einer reinen Abwehrstrategie – nicht versuchen, den Verwaltungsrat unter Druck zu setzen, um ihn zu einem Verkauf zu bewegen.

Die Durchführung einer offenen Auktion entspricht nicht nur dem Wettbewerbsgedanken, der von Gesetz- und Verordnungsgeber in Art. 30 BEHG und Art. 49 UEV hervorgehoben wird, und dem Konzept eines freien Marktes für die Unternehmenskontrolle, sondern entspricht auch den Interessen der Aktionäre an einem möglichst hohen Preis. Dennoch verhält sich die Übernahmekommission gegenüber derartigen Auktionen im Ergebnis sehr negativ. Die Übernahmekommission erschwert Auktionen einmal dadurch, dass sie in einer analogen Anwendung von Art. 49 UEV die Zielgesellschaft dazu verpflichtet, dem Erstanbieter die gleiche Due Diligence zu gewähren, wie sie den in die Auktion einbezogenen potentiellen Anbietern bietet, auch wenn diese mangels eines Angebotes noch gar nicht zu Konkurrenzanbietern im Sinne von Art. 49 UEV geworden sind[2939]. Diese Haltung der Übernahmekommission hat zur Folge, dass der zeitliche Vorteil, den der Erstübernehmer gegenüber Konkurrenzanbietern hat, von diesen nicht eingeholt werden kann, was zu-

---

2935 Zu einer derartigen Situation kam es 2005 bei Leica: Nachdem Hexagon ohne vorherige Durchführung einer Due Diligence den Aktionären der Leica Geosystems ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreitet hatte, erlaubte Leica Danaher eine Due Diligence, um Danaher zu einem höheren Angebot zu bewegen. Als dieses Angebot gemacht wurde, musste Leica diese Informationen auch Hexagon offenlegen, worauf Hexagon auf dieser Basis ein neues Angebot machte, welches das Angebot von Danaher übertraf.

2936 Diese Strategie verfolgte z.B. SIG nach dem Erhalt des ersten Angebotes von CVC/FERD (vgl. Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG): SIG kündigte öffentlich an, dass sie alle potentiellen Übernehmer, die ein Interesse an einem Erwerb haben und die Finanzierung glaubhaft darlegen, eine Due Diligence erlauben würde; eine ähnliche Strategie verfolgte auch die Forbo im Frühjahr 2005 (vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo). Blaas/Barraud (2008), S. 336; Gerhard (2006), S. 218 f. Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 57; detailliert zum Ablauf einer Auktion: Bohrer (2005b), S. 357 f.

2937 Vgl. Gerhard (2006), S. 216 f.

2938 Vor allem auch die transaktionsorientierten Aktionäre, die sich typischerweise in derartigen Situationen an einer potentiellen Zielgesellschaft beteiligen (dazu im Einzelnen Ziff. I.4.3.).

2939 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.11.3); Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E.1.2.4); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 57; zur Kritik an der analogen Anwendung von Art. 48 UEV-UEK, Ziff. III.H.3.1.1.4 vorne.

sammen mit dem Zeitdruck, der ohnehin auf dem Konkurrenzanbieter lastet[2940], dazu führen kann, dass potentielle Anbieter auf die Teilnahme an einer Auktion häufig schon zum vornherein verzichten. Überdies verlangt die Übernahmekommission in einer extensiven Auslegung von Art. 35 UEV auch, dass sie über jeden Schritt der Zielgesellschaft, wie insbesondere die Einladung von Konkurrenzanbietern, den Abschluss von Confidentiality Agreements sowie Management-Präsentationen und die Durchführung der Due Diligence unter Nennung der Beteiligten, informiert wird, ohne dass die Übernahmekommission die Geheimhaltung dieser Informationen garantieren würde[2941]. Diese Offenlegungspflicht und die Gefahr, dass die betreffenden Informationen durch das Akteneinsichtsrecht an den Erstanbieter gelangen, macht eine Auktion sowohl für die Zielgesellschaft wie auch die potentiellen Anbieter unattraktiv. Die ausgesprochen auktionsfeindliche Haltung der Übernahmekommission ist nicht nur – wie vorne in Ziff. III.K.4.2.1.1 dargelegt – rechtlich falsch, sondern widerspricht auch den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft und dem Wettbewerbsgedanken, der eines der tragenden Elemente der Regulierung des Börsenmarktes ist[2942].

6. Leistungen zur Absicherung des Managements der Zielgesellschaft

6.1 Verunsicherung des Managements durch potentielle Übernahmen

Wenn ein Unternehmen mit der Möglichkeit einer Übernahme konfrontiert ist, verunsichert dies die Arbeitnehmer stark, da sie bei einer Übernahme und der nachfolgenden Integration in die Organisation des Anbieters damit rechnen müssen, dass sich ihre Position verändern und sogar ihre Arbeitsplätze dahinfallen könnten. Am stärksten ist die Verunsicherung bei der obersten Führungsebene, d.h. bei der Konzern- bzw. Geschäftsleitung, da diese Personen bei Übernahmen sehr rasch durch Personen aus dem Umfeld des Anbieters ersetzt werden, da dieser mit einem derartigen Führungswechsel seine Kontrolle über die Gesellschaft sichern kann[2943]. Übernahmegefährdete Unternehmen sehen sich deshalb häufig mit dem Problem konfrontiert, dass Manager bei einer entsprechenden Gelegenheit zu einem „sichereren“ Arbeitgeber wechseln und so die Kontinuität im Management des Unternehmens gefährdet wird[2944]. Diese Verunsicherung stellt aber auch ein grosses Problem bei der Rekrutierung neuer Top-Manager dar, da ein übernahmegefährdetes Unternehmen für ein Geschäftsleitungsmitglied nur eine zeitlich beschränkte Zu-

---

2940 Der Konkurrenzanbieter muss sein Angebot gemäss Art. 50 UEV spätestens am letzten Tag der Angebotsfrist des Erstangebotes veröffentlichen, was gerade in Kombination mit einer kurzen Angebotsfrist des Erstanbieters (20 Börsentage) dazu führt, dass ein Konkurrenzanbieter nur sehr wenig Zeit hat, um sein Angebot vorzubereiten.

2941 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E.1.1 ff.); wie vorne in Ziff. III.K.4.2.1.4 dargestellt, muss die Zielgesellschaft bei jeder einzelnen Information begründen, weshalb ein Geheimhaltungsinteresse besteht.

2942 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 57 f.

2943 Zu derartigen Ablösungen des Top Managements kam es z.B. nach der Übernahme von Centerpulse, Leica, Sarna, Converium und auch Saia Burgess. Vgl. Watter/Maizar (2005), S. 18. Gehrer (2002), S. 479; Frauenfelder (2001), S. 41 ff.; Werlen (2001), S. 37 f.; Bahar (2004), S. 190; Bernet (1998), S. 24.

2944 Brechbühl/Hurni (2005), S. 1553.

kunftsperspektive bieten kann und deshalb ein Spitzenmanager kaum bereit ist, sich in einer derartigen Weise zu exponieren.

6.2 Massnahmen zur Absicherung des Managements

In einer Situation, in der es schwierig ist, das bestehende Management zu halten und neue Manager zu gewinnen, muss der Verwaltungsrat im Interesse des Unternehmens Massnahmen ergreifen, um sicherzustellen, dass das Unternehmen auch in dieser Situation Personen mit den für Managementpositionen nötigen Fähigkeiten gewinnen und halten kann[2945]. In der Praxis haben sich die folgenden Massnahmen zur Absicherung von Top-Managern herausgebildet[2946]:

6.2.1 Abgangsentschädigungen

Häufig werden mit den Top-Managern von übernahmegefährdeten Unternehmen Abgangsentschädigungen vereinbart, falls das Arbeitsverhältnis durch Kündigung des Arbeitgebers oder Arbeitnehmers innerhalb einer bestimmten Frist nach einem Kontrollwechsel beendet wird[2947]. Eine derartige Abgangsentschädigung gibt dem betroffenen Manager die Möglichkeit, im Falle einer Übernahme und der nachfolgenden Entlassung in Ruhe eine neue Stelle zu suchen, bzw. erlaubt ihm, seine Stelle ohne finanzielle Probleme selbst zu kündigen, wenn er nach der erfolgten Übernahme keine Zukunftsperspektive im Unternehmen mehr sieht. Da auf diese Weise mindestens die finanziellen Sorgen von Managern übernahmegefährdeter Gesellschaften beseitigt werden können, erweist sich die Vereinbarung von Abgangsentschädigungen als angemessenes Mittel, um das Top-Management abzusichern[2948]. Der Verwaltungsrat muss dabei allerdings darauf achten, dass die Abgangsentschädigung in einem vernünftigen Rahmen bleibt und nicht über das Mass hinaus gerät, das marktüblich und notwendig ist, um das Management tatsächlich zu halten bzw. neue geeignete Manager zu rekrutieren[2949]; geht eine Zahlung über dieses Mass hinaus, so verschleudert der Verwaltungsrat letztlich in unnötiger Weise Gesellschaftsmittel, was im Extremfall zu einer Haftung führen kann[2950].

2945 Brechbühl/Hurni (2005), S. 1553; vgl. für die grundsätzliche Ausrichtung der Entschädigungspolitik auf Interessen und Bedürfnisse der Gesellschaft Ziff. 26 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.

2946 Vgl. zu den einzelnen Möglichkeiten: Tschäni/Diem (2008), S. 100 f.; Epper (2008), S. 163.

2947 Vgl. die in der Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna Biotech (E.6.2.2.2) und der Empfehlung XII der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. SIG (E.1.2.2.2) erwähnten Beispiele.

2948 Empfehlung XII der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. SIG (E.1.2.2.2); a.M. Werlen (2001), S. 96 ff.; die Argumentation von Werlen ist m.E. nicht stichhaltig, da die positive Wirkung der Abgangsentschädigung darin liegt, dass eine übernahmegefährdete Gesellschaft trotz der Übernahmegefahr geeignete Manager anziehen bzw. halten kann; Werlen scheint sich dagegen nur auf den Fall zu konzentrieren, in dem Abgangsentschädigungen in einer Höhe vereinbart werden, die weit über dieses Ziel hinausschiessen.

2949 Ziff. 26 Abs. 4 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Brechbühl (2004), S. 33 f.; Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.1.2.5.3).

2950 Vgl. dazu Ziff. III.K.3.3.

6.2.2 Kündigungsfristen

Eine Alternative zu Abgangsentschädigungen ist die Vereinbarung relativ langer Kündigungsfristen[2951]. Dieser Weg wird von einigen Unternehmen vor allem deshalb gewählt, weil Kündigungsfristen im Gegensatz zu Abgangsentschädigungen unabhängig von der Tatsache einer Übernahme gelten und nach der Corporate-Governance-Richtlinie der SWX[2952] daher nicht als Verträge mit Kontrollwechselklausel im Jahresbericht der Gesellschaft aufgeführt werden müssen. Derartige lange Kündigungsfristen haben im Falle einer Übernahme in wirtschaftlicher Betrachtung praktisch den gleichen Effekt wie eine Abgangsentschädigung, da das nach einer Übernahme entlassene Konzern- bzw. Geschäftsleitungsmitglied normalerweise freigestellt wird und deshalb der während der Kündigungsfrist anfallende Lohn wie eine Abgangsentschädigung bezahlt werden muss[2953]. Eine derartige Regelung ist m.E. für das Unternehmen aber meist wesentlich ungünstiger als die Vereinbarung von Abgangsentschädigungen mit Kontrollwechselklauseln, da derartige Abgangsentschädigungen nur bei Übernahmen zur Anwendung kommen, längere Kündigungsfristen aber generell Geltung haben. Daher schiessen lange Kündigungsfristen über das Ziel der Absicherung gegenüber Übernahmen hinaus und werden zur Belastung für das Unternehmen, wenn einem Manager aus rein betrieblichen Gründen gekündigt werden soll, da ihm dann die gleichen Leistungen erbracht werden müssen wie bei einer Übernahme.

Die vorne dargestellten Nachteile langer Kündigungsfristen können dadurch vermieden werden, dass die Kündigungsfristen nur für den Fall einer Übernahme verlängert werden[2954]. Da in einem derartigen Fall die zusätzliche Leistung aber durch den Kontrollwechsel ausgelöst wird, muss diese Leistung nach der Corporate-Governance-Richtlinie der SWX wie eine Abgangsentschädigung im Geschäftsbericht der betreffenden Gesellschaft offengelegt werden. Eine derartige Kündigungsfrist hat – wie oben dargestellt – in wirtschaftlicher Hinsicht für den betroffenen Manager die gleichen Wirkungen wie eine Abgangsentschädigung. Für das Unternehmen hat diese Art der Absicherung allerdings den Vorteil, dass die arbeitsrechliche Treuepflicht während der Kündigungsfrist weiter besteht und der betreffende Manager während dieser Zeit keine konkurrenzierende Tätigkeit ausüben darf. Theoretisch kann die Gesellschaft auch sein Know-how weiterhin nutzen, indem sie den betreffenden

---

2951 Ein Beispiel einer derartigen Verlängerung der Kündigungsfristen wird in der Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung J) erwähnt; problematisch an dieser Massnahme war allerdings, dass sie zu einem Zeitpunkt vereinbart wurde, in dem bereits eine Übernahmeofferte absehbar war, weshalb die Verlängerung der Kündigungsfrist gar nicht mehr im Interesse des Unternehmens lag. Vgl. Brechbühl/Hurni (2005), S. 1548.

2952 Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance der SWX vom 17. April 2002; gemäss N. 2 zu Ziff. 7.2 des Kommentars der SWX zur Corporate-Governance-Richtlinie sind allerdings Arbeitsverträge mit Kündigungsfristen von über zwölf Monaten gleich wie Kontrollwechselklauseln offenzulegen, da diese in wirtschaftlicher Hinsicht ähnliche Auswirkungen haben wie eine Abgangsentschädigung, die durch einen Kontrollwechsel ausgelöst wird.

2953 Vgl. Brechbühl (2004), S. 35.

2954 Dieses Vorgehen wird vor allem von Brechbühl (2004), S. 34 f. empfohlen; vgl. Brechbühl/Hurni (2005), S. 1553.

Manager während der Kündigungsfrist zu Auskünften zuzieht oder ihn sogar während der gesamten Kündigungsfrist weiter beschäftigt[2955].

6.2.3 Aufhebung von Restriktionen bei Beteiligungs- und Optionsplänen

Bei den meisten Beteiligungs- und Optionsplänen erwirbt der begünstigte Arbeitnehmer mit der Zuteilung der betreffenden Aktien und Optionen noch keinen festen Rechtsanspruch. Normalerweise wird vorgesehen, dass er nur dann Anrecht auf die zugeteilten Aktien bzw. Optionen hat, wenn das Arbeitsverhältnis bis zu einem bestimmten Zeitpunkt nicht gekündigt wird (Vestingperiode). Um die langfristige Incentivewirkung sicherzustellen, wird oft zusätzlich noch vorgesehen, dass die Optionen nicht sofort nach dem Vesting ausgeübt werden können bzw. dass Aktien nach dem Erwerb nicht direkt verkauft werden können, sondern eine Sperrfrist abgewartet werden muss.

Vestingperioden und Sperr- bzw. Haltefristen wirken sich zwar auf die langfristige Bindung der betreffenden Arbeitnehmer positiv aus; bei einem übernahmegefährdeten Unternehmen haben diese Fristen allerdings negative Auswirkungen, da die Incentivewirkung dahinfällt bzw. stark verringert wird, wenn die berechtigten Arbeitnehmer davon ausgehen müssen, dass die Beendigung des Arbeitsverhältnisses im Zusammenhang mit einer Übernahme zum Wegfall der betreffenden Options- und Aktienberechtigung führt. Selbst wenn ein Arbeitnehmer nicht davon ausgehen muss, dass ihm im Zug einer Übernahme gekündigt wird, kann eine Übernahme den Wert von Optionen und Mitarbeiteraktien erheblich reduzieren, wenn der betreffende Arbeitnehmer seine Optionen erst ausüben kann bzw. seine Aktien erst dann verkaufen kann, wenn die Übernahme bereits zu einer Dekotierung geführt hat, da er dann keinen Markt mehr für den Verkauf seiner Aktien hat[2956]. Um die Incentivewirkung der Beteiligungs- und Optionsprogramme auch bei Übernahmegefahr sicherzustellen, sehen viele Unternehmen vor, dass die im Rahmen von Options- und Beteiligungsprogrammen begünstigten Arbeitnehmer im Falle einer erfolgreichen Übernahme einen sofortigen Rechtsanspruch auf die ihnen zugesprochenen Optionen und Aktien haben und dass Halte- bzw. Ausübungsfristen dahinfallen[2957]. Vernünftigerweise werden diese Klauseln so formuliert, dass die entsprechenden Wirkungen am ersten Tag der Nachfrist im Sinne von Art. 14 Abs. 5 UEV eintreten. Damit wird sichergestellt, dass die betreffenden Ar-

---

2955 Zu diesen Möglichkeiten Brechbühl (2004), S. 35 f. Diese Möglichkeiten werden in der Praxis aber kaum je genutzt, da der Übernehmer an einer schnellen Übernahme der Kontrolle interessiert ist und daher im Normalfall eine schnelle Trennung vom alten Management wünscht, sodass die Salärzahlung während der Kündigungsfrist ohne Beanspruchung von Arbeitsleistungen erfolgt. Dies führt dazu, dass derartige Kündigungsfristen in wirtschaftlicher Hinsicht tatsächlich die gleiche Bedeutung haben wie die Zahlung einer Abgangsentschädigung.

2956 Vgl. Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 102.

2957 Beispiele für derartige Regelungen finden sich in der Verfügung 378/02 der UEK vom 20. Januar 2009 i.S. Speedel (Sachverhaltsdarstellung C); Empfehlung XII der UEK vom 16. Februar 2007 i.S. SIG (E.1.2.1.2); Empfehlung der UEK vom 26. September 2005 i.S. Sarna (E.7.2.2), wo ein Wegfall der Sperre bei Mitarbeiteraktien vorgesehen wurde, und in der Empfehlung der UEK vom 15. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E1.2.2.2), wo die Vestingperioden und Sperrfristen bei Mitarbeiteroptionen wegfielen; vgl. Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.1.2.5); vgl. von der Crone (1997a), S. 57; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 103 f.

beitnehmer ihre Aktien beim laufenden Angebot noch einliefern können, gleichzeitig aber auch verhindert, dass Options- und Beteiligungsprogramme fällig gestellt werden, bevor der Erfolg des Angebotes feststeht und die berechtigten Arbeitnehmer durch eine Einlieferung ihrer Beteiligungsrechte während der Angebotsfrist den Anbieter unterstützen.

Derartige Klauseln in Options- und Incentiveprogrammen sind – unabhängig von der Incentivewirkung – letztlich aber auch ein Gebot der Fairness gegenüber den betroffenen Arbeitnehmern, da sich sonst ein Unternehmen durch eine Übernahme mit anschliessender Dekotierung der Aktien von seinen Verpflichtungen aus Options- und Beteiligungsprogrammen befreien kann[2958].

6.2.4 Auszahlung von zielabhängigen Bonuszahlungen

Häufig wird die Entschädigung der obersten Geschäftsleitung ganz erheblich von Boni bestimmt, die bei Erreichen bestimmter Ziele ausbezahlt werden. Das Erreichen dieser Ziele ist bei einer Übernahme häufig nicht mehr möglich, da sich einerseits die Tatsache der Übernahme selbst negativ auf die Geschäftstätigkeit auswirken kann und andererseits der Anbieter nach der Übernahme oft völlig andere operative und strategische Ziele anstrebt[2959] und so die Erreichung der ursprünglich vorgesehenen Ziele erschwert bzw. verunmöglicht. Um diesem Problem zu begegnen, wird oft vorgesehen, dass zielgebundene Bonuszahlungen unabhängig von der Zielerreichung ausbezahlt werden müssen, wenn es während der für die Zielerreichung massgebenden Periode zu einem Kontrollwechsel kommt[2960]. Eine derartige Regelung ist bei übernahmegefährdeten Unternehmen letztlich notwendig, um die Incentivewirkung von Bonuszahlungen aufrechtzuerhalten, da Geschäftsleitungsmitglieder sonst davon ausgehen müssen, dass sie ihren gesamten Bonusanspruch verlieren, wenn das Unternehmen tatsächlich übernommen wird. Bei den Personen, die in Übernahmeverhandlungen aktiv einbezogen werden, kann die normale Bonuszahlung bei einer Übernahmesituation aber auch in die unten dargestellte Incentivezahlung für Übernahmeverhandlungen umgewandelt werden. Diese Umwandlung bzw. Neuorientierung des Bonus ist aus Sicht der Aktionäre folgerichtig; bei einer Übernahmesituation steht für sie nicht mehr die Erreichung betrieblicher Ziele im Vordergrund, sondern die Wertsteigerung durch ein erhöhtes Angebot.

2958 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2006 i.S. Berna (Sachverhaltsdarstellung F), im Zusammenhang mit dem Angebot der Crucell beschloss der Verwaltungsrat der Berna Biotech offensichtlich, die Sperrfristen der Optionen generell aufzuheben.

2959 Vor allem die Integration in das Unternehmen des Übernehmers kann dazu führen, dass sich das Unternehmen völlig anders entwickelt als vorher auf Stand-alone-Basis vorgesehen.

2960 Ein derartiger Fall wird in der Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E7.2.3) erwähnt.

6.3 Incentivezahlungen für Übernahmeverhandlungen

6.3.1 Interessenkonflikte bei Übernahmeverhandlungen

Fällt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Beschluss, dass eine Übernahme sinnvoll ist oder aufgrund der Besitzverhältnisse im Aktionariat nicht abgewendet werden kann, so wird er ein Verhandlungsteam bestimmen, das die Bedingungen für die Übernahme und insbesondere den Übernahmepreis aushandelt, bei dem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Aktionären die Annahme des Angebotes empfiehlt. Typischerweise setzt sich ein derartiges Verhandlungsteam aus Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung zusammen, wobei die Mitglieder der Geschäftsleitung vor allem auch bewertungsrelevante Informationen aufbereiten und in Management-Präsentationen gegenüber den potentiellen Anbietern vertreten müssen, um so einen möglichst hohen Angebotspreis zu erzielen

Die Personen, die mit dem potentiellen Anbieter verhandeln bzw. in Management-Präsentationen die Argumente für einen hohen Preis darstellen, geraten dabei allerdings sofort in einen starken Interessenkonflikt, da der betreffende Anbieter nach der Übernahme ihr neuer Arbeitgeber wird[2961]. Wenn die betreffenden Personen in den Verhandlungen gegenüber dem Anbieter hart auftreten, d.h. einen hohen Preis oder andere für die Zielgesellschaft günstige Bedingungen verlangen, wird eine weitere Beschäftigung im Rahmen der Zielgesellschaft normalerweise unmöglich, da sie damit gegenüber ihrem neuen Arbeitgeber nicht nur eine feindliche Position eingenommen haben, sondern diesen – mindestens beim Erfolg ihrer Preissteigerungsbemühungen – direkt geschädigt haben[2962].

6.3.2 Massnahmen zur Bekämpfung des Interessenkonfliktes

Die oben dargestellte Problematik kann dadurch entschärft werden, dass die Zielgesellschaft den Managern, die in den Verhandlungen mit potentiellen Anbietern eine wesentliche Rolle spielen, einen Bonus in Aussicht stellt, dessen spezielle Höhe vom Preis abhängt, den der Anbieter zahlt[2963]. Mit einer derartigen Vereinbarung wird sichergestellt, dass die betreffenden Manager tatsächlich ein Interesse daran haben, einen möglichst hohen Preis zu erreichen, und sich zur Erreichung dieses Zieles auch entsprechend einsetzen. Dieses für die Aktionäre positive Ergebnis wird allerdings nur dann erreicht, wenn dieser spezielle Bonus eine Höhe erreicht, die den Verlust des Arbeits-

---

2961 Vgl. Epper (2008), S. 163 f.

2962 Zu dieser Interessenlage, Watter (1990), S. 82.

2963 In dem in der Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG erwähnten Fall hatte der Verwaltungsrat der SIG schon über ein Jahr vor der konkreten Übernahmesituation ein Reglement erlassen, das einen Spezialbonus für die Führung von Übernahmeverhandlungen vorsah. Als der Verwaltungsrat beschloss, eine Auktion durchzuführen, um für die Aktionäre einen möglichst hohen Preis zu erreichen, setzte er für die einzelnen Manager, die sich bei den Verhandlungen und Präsentationen gegenüber potentiellen Anbietern exponieren mussten, die Berechnung des betreffenden Bonus fest. Epper (2008), S. 167 f.

platzes finanziell aufwiegen kann, sodass dieser nicht mehr das primäre Problem des betreffenden Managers darstellt[2964].

Eine derartige Bonusregelung wird am besten dadurch vorbereitet, dass die betreffende Gesellschaft in einem Bonusreglement vorsieht, dass in Übernahmesituationen an die Verhandlungsdelegation im Rahmen des Ermessens des Verwaltungsrates Spezialboni bezahlt werden können, die vom Ergebnis der Verhandlungen und von der Wertsteigerung für die Aktionäre abhängen. Der Verwaltungsrat kann dann vor den Verhandlungen die konkrete Ausgestaltung des Bonus für die einzelnen Betroffenen festlegen, damit diese klare Zielvorstellungen haben[2965]. Eine Alternative zu diesem Vorgehen ist, diese Übernahmeboni bereits vor der konkreten Übernahmesituation in individuellen Bonusvereinbarungen bzw. -zusagen festzulegen. Dies hat aber den Nachteil, dass der Verwaltungsrat, schon bevor ein Angebot angekündigt worden ist, die bonusberechtigten Personen und damit indirekt auch die Verhandlungsdelegation bestimmen muss, womit er an Flexibilität einbüsst. Überdies fokussiert eine derartige Vereinbarung das Management schon sehr früh auf eine Übernahme, was nicht den Selbständigkeitsbestrebungen des Verwaltungsrates entspricht. Daher ist eine flexiblere Lösung, bei der die Bonuszahlung zwar dem Grundsatz nach bereits vor der konkreten Übernahmesituation in einem Reglement vorgesehen wird, die Empfänger und die Höhe des Bonus aber erst in der konkreten Übernahmesituation definiert werden, in der Praxis meist besser.

6.4 Angemessenheit der Massnahmen

Gemäss Art. 717 OR ist es zentrale Pflicht des Verwaltungsrates, die Interessen der Gesellschaft zu wahren[2966]. Bei der Festlegung von Entschädigungen des Managements muss der Verwaltungsrat deshalb zwar im Interesse der Gesellschaft die Entschädigungen zahlen, die notwendig sind, um geeignete Personen für Managementpositionen zu gewinnen, zu halten und zu motivieren[2967]; er darf aber auch nicht mehr ausgeben, als zur Sicherstellung dieser Ziele notwendig ist[2968].

Diese Grundsätze gelten auch bezüglich der Absicherung des Managements gegenüber Übernahmeversuchen bzw. Zahlungen, die im Zusammenhang mit

---

2964 Erfahrungsgemäss ist dazu ein Bonus notwendig, der bei optimaler Preissteigerung eine Höhe von zwei bis drei Gesamtjahresentschädigungen erreicht.

2965 Vgl. den in der vorangehenden Fussnote erwähnten Fall der SIG, die mit dieser Strategie einen Erfolg erzielte; dank dem Einsatz des Managements für höhere Preise gelang es, mit einer Auktion den Angebotspreis von anfänglich CHF 350 pro Aktie auf CHF 435 pro Aktie zu steigern.

2966 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.2.2 vorne.

2967 Bohrer (2005b), S. 351, der auf das weite Ermessen des Verwaltungsrates in diesem Bereich hinweist. Vgl. zu diesem Grundsatz Ziff. 26 Abs. 1 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.

2968 Vgl. Böckli (2004), S. 730; vgl. Tschäni/Diem (2008), S. 101 f.; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 72 f.; vgl. Homburger ZK N. 1053 zu Art. 717 OR.

einer Übernahme geleistet werden[2969]. Daher sind Abgangsentschädigungen oder Verlängerungen der Kündigungsfristen dann problematisch, wenn sie über eine normale Absicherung hinausgehen, die für die Rekrutierung und das Halten von Spitzenmanagern notwendig ist, da sie dann nicht mehr im Interesse der Gesellschaft liegen und eine Verschleuderung von Gesellschaftsmitteln darstellen[2970]. Problematisch ist aber vor allem auch die Vereinbarung von Abgangsentschädigungen oder verlängerten Kündigungsfristen, wenn bereits eine Übernahme bevorsteht. In diesem Fall wird sich ohnehin in wenigen Wochen bzw. Monaten zeigen, ob es zur Übernahme kommt, sodass die betreffenden Personen in Anbetracht der normalen Kündigungsfristen das Unternehmen auch ohne zusätzliche Massnahmen nicht vor Ende des Übernahmeverfahrens verlassen können. Übernimmt dann der Anbieter das Unternehmen, so hat er normalerweise kein Interesse an einer Fortsetzung des Arbeitsverhältnisses – bleibt die Zielgesellschaft dagegen selbständig, so ist die Übernahmegefahr mindestens vorerst beseitigt, sodass die Situation der Geschäftsleitung und ihre Absicherung dann neu beurteilt werden können. Daher liegt es bei einem unmittelbar bevorstehenden Übernahmeversuch nicht mehr im Interesse des Unternehmens, das bereits vorhandene Management langfristig zu binden, weshalb in diesem Zeitpunkt abgeschlossene Vereinbarungen gegen Art. 717 OR verstossen[2971].

Die oben dargelegten Grundsätze gelten bei der Vereinbarung von Incentivezahlungen für Übernahmeverhandlungen. Solche Zahlungen sollten nicht über das Mass hinausgehen, das notwendig ist, um den vorne dargestellten Interessenkonflikt zu beseitigen und das Management für die Verhandlungen mit dem Anbieter zu motivieren[2972]. Da ein derartiger Incentive genügend gross sein muss, um die Angst vor dem Arbeitsplatzverlust zu überwinden, sind m.E. Beträge gerechtfertigt, die – bei optimaler Preissteigerung – das Zwei- bis Dreifache eines Jahreslohnes erreichen.

Verspricht der Verwaltungsrat Leistungen, die über den oben dargestellten Rahmen hinausgehen, und verletzt er damit seine Pflicht, die Interessen der Gesellschaft zu wahren, kann er gemäss Art. 754 OR zur Verantwortung gezogen und zu einer Schadenersatzzahlung in Höhe der zu viel aufgewendeten Saläre verpflichtet werden[2973]. Überdies ist in derartigen Fällen die entsprechende Vereinbarung auch ungültig, da der Begünstigte den Verstoss gegen die

---

2969 Vgl. zur notwendigen Interessenabwägung Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2ff.). Vgl. insbesondere Ziff. 26 Abs. 4 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance; Epper (2008), S. 164.

2970 Vgl. Böckli (2004), S. 730, 735; vgl. Brechbühl (2004), S. 34; Tschäni (2003a), S. 405; vgl. Homburger ZK N. 1053 zu Art. 717 OR; Margiotta, Praxis 2007, S. 257.

2971 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3.3). In einer derartigen Situation kann aber immerhin noch die Zahlung eines Retention Bonus gerechtfertigt sein, der sicherstellt, dass das Kader auch während der Übergangsfrist bis zum Abschluss des Kontrollwechsels im Unternehmen verbleibt; Empfehlung der UEK vom 15. November 2006 i.S. Saurer (E.1.2.5.3).

2972 Vgl. Epper (2008), S. 163 ff.; Margiotta, Praxis 2007, S. 257; Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2).

2973 Vgl. Brechbühl (2004), S. 34.

Treuepflicht erkennen musste und deshalb wusste, dass der Verwaltungsrat beim Abschluss der betreffenden Vereinbarung über seine Vertretungsmacht gemäss Art. 718 OR hinausging. Daher ist auch eine Rückforderung der übermässigen Zahlungen von den Empfängern aufgrund ungerechtfertigter Bereicherung bzw. aufgrund von Art. 671 OR denkbar[2974].

Die Abgrenzung zwischen einer gerechtfertigten und einer übertriebenen Abgangsentschädigung bzw. Incentivezahlung ist allerdings eine Ermessensfrage, die von vielen Faktoren wie insbesondere von den Leistungen der Berechtigten während der Dauer ihrer Anstellung und von den finanziellen Verhältnissen der Gesellschaft bzw. im Falle eines Bonus für die Führung der Übernahmeverhandlungen vom Erfolg der Verhandlungen abhängt[2975]. Daher kann es nur bei einer klaren Überschreitung des Ermessens, d.h. in krassen Fällen eines Missverhältnisses, zu einer Haftung des Verwaltungsrates bzw. zu Rückforderungsansprüchen kommen. Um eine derartige Situation von vornherein zu vermeiden, sollte der Verwaltungsrat darauf achten, seine Sorgfalt bei Entscheiden über Abgangsentschädigungen und Incentives genügend zu dokumentieren. Zu diesem Zweck empfiehlt es sich, auf Vergleichszahlen ähnlicher Unternehmen abzustellen oder den Rat eines Experten aus dem Bereich des Executive Search zuzuziehen[2976]. Hat der Verwaltungsrat Abgangsentschädigungen auf der Basis derartiger Abklärungen festgelegt und bewegen sich die Beträge auch tatsächlich in dem auf diese Weise ermittelten marktüblichen Bereich, kann ihm keine Überschreitung des Ermessensspielraums vorgeworfen werden.

Bei der Festsetzung von Abgangsentschädigungen und Incentivezahlungen sollte der Verwaltungsrat aber auch die Verfahrensgrundsätze für die Festlegung von Entschädigungen beachten und in jedem Fall vermeiden, dass sich Mitglieder des Verwaltungsrates selbst Leistungen gewähren. Daher müssen bei der Festlegung von Abgangsentschädigungen und Incentivezahlungen die Ausstandsregeln für Interessenkonflikte beachtet und auch die Verfahrensregeln des Compensation Committee eingehalten werden. Werden diese Regeln nicht eingehalten, weil Personen, die selbst Leistungen erhalten, wie z.B. der Präsident oder der Delegierte des Verwaltungsrates, an den Entscheidungen mitwirken, können diese Beschlüsse als „Selbstbegünstigung" der betroffenen Personen ungültig sein[2977].

6.5 Börsenrechtliche Limiten

Sobald ein öffentliches Angebot veröffentlicht oder vorangemeldet worden ist, verbietet Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV der Zielgesellschaft, mit Mitgliedern des

---

2974 Vgl. Brechbühl (2004), S. 34; vgl. BGE 126 III 361.

2975 Vgl. zu den einzelnen Kriterien Brechbühl (2004), S. 34; zum Ermessensspielraum des Verwaltungsrates Epper 2008, S. 164; Empfehlung XIV der UEK vom 7.3.2007, i.S. SIG (E. 2.2.3).

2976 Vgl. Tschäni/Diem (2008), S. 102.

2977 Vgl. Brechbühl (2004), S. 34; vgl. BGE 127 III 332.

Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung Verträge abzuschliessen, welche unüblich hohe Entschädigungen für den Fall des Ausscheidens aus der Gesellschaft vorsehen[2978].

Damit wird letztlich nur der vorne dargestellte aktienrechtliche Grundsatz bestätigt, dass es nicht mehr im Interesse der Gesellschaft liegen kann, bei einem bereits vorliegenden Angebot die Mitglieder von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung abzusichern, da sich die Frage der Übernahme und der Entlassung ohnehin innert kurzer Frist löst und deshalb schon aufgrund der normalen Kündigungsfristen keine vorzeitigen Abgänge zu befürchten sind. Diese Bestimmung verbietet allerdings nicht den Abschluss von Incentivevereinbarungen für das Verhandlungsteam, da diese Leistungen unabhängig von der Entlassung erbracht werden und – wie vorne dargelegt – im Interesse der Gesellschaft sowie ihrer Aktionäre liegen[2979].

Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV hat keine Vorwirkung für Vereinbarungen, die vor Veröffentlichung des Angebotes oder der Voranmeldung abgeschlossen werden[2980]. Derartige Vereinbarungen verstossen aber gegen Art. 37 UEV, wenn sie eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts darstellen, d.h., wenn sie exzessiv sind oder in einem Zeitpunkt abgeschlossen werden, in dem bereits klar ist, dass ein öffentliches Angebot gemacht wird und die Zielgesellschaft daher gar kein Interesse mehr an der Sicherung der Dienstleistungen der Geschäftsleitung hat[2981].

Vereinbarungen, die gegen Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV oder Art. 37 UEK verstossen, sind nichtig, weshalb die von derartigen Vereinbarungen begünstigten Manager sich nicht auf diese berufen können. Diese Nichtigkeit kann bei der Überprüfung von Abwehrmassnahmen direkt von der Übernahmekommission bzw. der EBK festgestellt werden, die damit für die Beteiligten noch während des Übernahmeverfahrens klare Verhältnisse schaffen[2982].

6.6 Veröffentlichung von Massnahmen zugunsten des Managements

6.6.1 Veröffentlichung im Corporate-Governance-Bericht

Gemäss Ziff. 7 der Corporate-Governance-Richtlinie der SWX vom 17. April 2002 müssen Gesellschaften, die an der SWX kotiert sind, in ihrem Jahresbericht offenlegen, welche Leistungen die Mitglieder des Verwaltungsrates, der

---

2978 Vgl. dazu Ziff. III.K.4.2.2.3 vorne.

2979 Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E.2.2 ff.).

2980 Brechbühl (2004), S. 33; Röthlisberger/Nägeli (2004), S. 73; vgl. zur Frage des zeitlichen Anwendungsbereiches von Art. 29 BEHG und Art. 36 UEV; Ziff. III.K.4.2.2.5.

2981 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3).

2982 Empfehlung der UEK vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess (E.1.3.3).

Geschäftsleitung und des Kaders im Falle eines Kontrollwechsels erhalten[2983]. Daher müssen insbesondere die vorne dargestellten Massnahmen zur Absicherung des Managements bzw. zur Schaffung von Incentives für ein Verhandlungsteam im Corporate-Governance-Bericht publik gemacht werden, wobei auch die Grössenordnung bzw. die Berechnungsgrundlage für Abgangsentschädigungen und Spezialboni dargestellt werden müssen[2984].

Diese Offenlegungspflicht ermöglicht es den Aktionären zu kontrollieren, ob die vereinbarten Massnahmen bzw. Summen exzessiv sind. Solange sich die entsprechenden Vereinbarungen bzw. Summen in einem vernünftigen Rahmen bewegen, werden sie von den Aktionären im Allgemeinen aber nicht angegriffen, da die Aktionäre bei einem Übernahmeangebot meistens hohe Gewinne erzielen und sie deshalb solche Zahlungen an das Management nicht stören. Bestimmungen über die Incentivierung des Verhandlungsteams werden im Übrigen mindestens von professionellen Anlegern begrüsst, da durch diese Massnahmen sichergestellt wird, dass sich das Management für einen hohen Übernahmepreis einsetzt, was im Interesse der Aktionäre liegt.

6.6.2 Veröffentlichung im Bericht des Verwaltungsrates

Gemäss der Praxis der Übernahmekommission zu Art. 32 UEV müssen die Zahlungen, die aufgrund einer Übernahme an die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung ausgerichtet werden, detailliert und unter Nennung der einzelnen Empfänger im Bericht des Verwaltungsrates zum Angebot aufgeführt werden, womit die allgemeinen Angaben im Corporate-Governance-Bericht konkretisiert werden[2985]. Auch hier gelten die oben dargestellten Überlegungen zu den Reaktionen der Aktionäre. Da diese bei der Übernahme normalerweise einen grossen Gewinn erzielen, wenden sie sich kaum je gegen Zahlungen, die in einem vernünftigen Verhältnis zu Transaktionen stehen, und begrüssen auch Incentivezahlungen, die zur Erzielung eines positiven Verhandlungsergebnisses beigetragen haben.

6.6.3 Veröffentlichung im Anhang zur Jahresrechnung

Wenn aufgrund eines Kontrollwechsels Leistungen an Mitglieder des Verwaltungsrates bzw. der Geschäftsleitung erbracht werden, müssen diese gemäss Art. 663bis OR im Anhang zur Jahresrechnung als Teil der Gesamtvergütung, die der betreffenden Person ausbezahlt worden ist, ausgewiesen werden[2986].

2983 Kommentar der SWX zur Corporate-Governance-Richtlinie, N. 1 zu Ziff. 7.2; diese Veröffentlichung ist notwendig, sobald die entsprechenden Leistungen den betreffenden Personen in rechtlich verbindlicher Weise zugesichert worden sind. Die in Aussicht gestellten Leistungen müssen daher auch dann veröffentlicht werden, wenn es mangels eines Kontrollwechsels noch nicht zur Auszahlung gekommen ist.

2984 Brechbühl (2004), S. 33.

2985 Im Einzelnen dazu Ziff. III.K.4.1.4.4.

2986 Vgl. Watter/Maizar (2007a), S. 10 ff., zur Abgangsentschädigung insbesondere S. 22.

7. Verhandlungen, Due Diligence und Transaktionsvereinbarung zur Einleitung einer „freundlichen Übernahme“

7.1 Verhandlungen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft

7.1.1 Die Verhandlungssituation

Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zur Erkenntnis gelangt, dass eine Übernahme für das Unternehmen sinnvoll ist, oder aber erkennt, dass eine derartige Transaktion aufgrund des Verhaltens der Hauptaktionäre bzw. aufgrund der bereits erworbenen Beteiligung des Anbieters unvermeidlich ist, werden zwischen Übernehmer und Zielgesellschaft häufig Verhandlungen über den materiellen Inhalt des Angebotes geführt[2987]. Mit der Aufnahme von Verhandlungen und vor allem mit dem Abschluss einer Transaktionsvereinbarung und der positiven Empfehlung des Verwaltungsrates zum Angebot wird eine Übernahme zur „freundlichen“ Übernahme. Diese in Lehre und Praxis übliche Unterscheidung zwischen „freundlichen“ und „unfreundlichen“ Angebote basiert in diesem Sinne allein auf der Haltung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft; stimmt dieser einem Angebot zu bzw. begrüsst dieses, so wird es als „freundlich“ betrachtet, lehnt er es ab, gilt es als „feindlich“[2988]. Entsprechend dem für die Begriffsbestimmung üblichen Blickwinkel des Verwaltungsrates muss der Ausdruck aber relativiert werden; aus der Sicht der Aktionäre kann ein „unfreundliches“ Angebot mit einer hohen Prämie höchst willkommen sein und in diesem Sinne den Aktionären durchaus als „freundlich“ erscheinen. Der Begriff des „freundlichen“ Angebotes darf aber auch im Verhältnis zum Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht überbewertet werden; häufig ist ja nicht die unternehmerische Vision der Zielgesellschaft oder sogar tatsächliche „Freundschaft“ Antrieb für die Verhandlungen bzw. die Zustimmung zu einer Übernahme, sondern allein die Einsicht, dass die Übernahme unausweichlich ist[2989].

7.1.1.1 Verhandlungsziele

Die Parteien haben bei den Verhandlungen über Transaktionsvereinbarungen naturgemäss unterschiedliche Verhandlungsziele:

- Ziele des Anbieters

  Primäres Ziel des Anbieters ist es, in derartigen Verhandlungen Gelegenheit zu einer möglichst umfassenden Due Diligence zu erhalten und für die Phase bis zur Publikation des Angebotes auch Exklusivität[2990] gegenüber anderen Übernehmern zu erlangen. Entschliesst sich der Anbie-

---

2987 Vgl. Tschäni (2004b), S. 425.

2988 Epper (2008), S. 12 f.

2989 Schwert (2000), S. 2600, 2638; vgl. Kronenberg (2005), S. 92; Glatthaar (2007), S. 19 f.

2990 Nach Publikation der Voranmeldung bzw. des Angebotes ist Exklusivität aufgrund der Bestimmungen über konkurrenzierende Angebote nicht mehr möglich, dazu im Einzelnen Ziff. III.H.3.

ter nach der Due Diligence, tatsächlich ein Angebot zu machen, so hat er in den weiteren Verhandlungen typischerweise das Ziel, sich die Unterstützung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zu sichern, um so die Erfolgschancen seines Angebotes dank einer positiven Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebot[2991] und durch die bei einer freundlichen Übernahme mögliche Beschleunigung des Verfahrens zu steigern[2992]. Die Zustimmung bzw. Unterstützung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist aber vor allem dann für den Anbieter wichtig, wenn der Verwaltungsrat den Erfolg des Angebotes durch die Anwendung von Vinkulierungs- und Stimmrechtsklauseln bzw. die Gewährung entsprechender Ausnahmen direkt beeinflussen kann oder für den Erfolg des Angebotes die Einberufung einer Generalversammlung notwendig ist[2993].

- Ziele der Zielgesellschaft

  Ziel des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist es in derartigen Verhandlungen dagegen, für die Aktionäre einen möglichst hohen Preis zu erreichen und auch die Interessen der übrigen Stakeholder in optimaler Weise zu wahren[2994]. Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in den Verhandlungen versucht, die Bedingungen des Angebotes ausserhalb des Angebotspreises zu verbessern, sollte er sich aber immer im Klaren darüber sein, dass Zusicherungen, die der Anbieter bezüglich der späteren Führung und Ausrichtung der Zielgesellschaft macht, rechtlich nicht durchsetzbar sind, da der Anbieter nach dem Vollzug der Übernahme die Zielgesellschaft beherrscht und diese ihre vertraglichen Rechte aus einer Transaktionsvereinbarung daher nicht gegen den Willen des Anbieters durchsetzen wird. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sollte sich daher wegen derartiger Zusagen nicht zu ökonomischen Kompromissen bezüglich des Angebotspreises verleiten lassen.

  Der Verwaltungsrat kann bei Verhandlungen mit dem Anbieter manchmal allerdings in einen Interessenkonflikt mit den Aktionären der Zielgesellschaft geraten, da er selbst und vor allem auch die Mitglieder der Geschäftsleitung versucht sein können, primär die Bedingungen für die eigene Weiterbeschäftigung zu optimieren und dabei den Kampf um einen möglichst hohen Preis vernachlässigen; wie vorne in Ziff. III.K.6.3 dargestellt, empfiehlt es sich daher, vor derartigen Verhandlungen für die Beteiligten klare Incentives zu schaffen, welche die Verhandlungsde-

---

2991 Vgl. zu dieser Stellungnahme Ziff. III.K.4.1.5 vorne.

2992 Wie vorne in Ziff. III.G.1.1 dargestellt, kann die UEK die Cooling-off Period von zehn Tagen nach Publikation des Angebotsprospektes erlassen, wenn ihr vor der Publikation des Angebotes das Angebot zusammen mit der Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur Vorprüfung vorgelegt wird. Damit verkürzt sich das Angebotsverfahren um zehn Börsentage, was das Risiko von Konkurrenzofferten entscheidend verringert.

2993 Dubs (2006), S. 43; vgl. dazu Ziff. III.D.6.1.2.3.

2994 Reutter (2002), S. 3.

legation auf die Erreichung eines hohen Preises ausrichten und die Sorge um die Weiterbeschäftigung in den Hintergrund rücken.

Da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, wie vorne dargestellt[2995], zwar eine Gatekeeper-Funktion hat, selbst aber nicht über den Verkauf entscheidet, sondern der Entscheid über Annahme oder Ablehnung des Angebotes allein bei den einzelnen Aktionären liegt, haben die Verhandlungen zwischen Verwaltungsrat der Zielgesellschaft und Anbieter letztlich aber immer nur eine beschränkte Wirkung bezüglich der Übernahme. Insbesondere kann sich der Anbieter bezüglich des Angebotspreises nicht einfach auf die Verhandlungen mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft stützen, sondern muss den Angebotspreis nach den Marktgegebenheiten bzw. den Erwartungen der Aktionäre der Zielgesellschaft ausrichten, wenn er Erfolg haben will[2996]. In diesem Sinne nützt es dem Anbieter letztlich nichts, in den Verhandlungen mit dem Verwaltungsrat auf einem möglichst tiefen Preis zu beharren, da dies nur dazu führt, dass das Angebot erfolglos bleibt bzw. von einem Konkurrenten überboten wird.

7.1.1.2 Geheimhaltung der Verhandlungen

Typischerweise haben in der Verhandlungssituation sowohl Zielgesellschaft wie auch Anbieter ein starkes Interesse an der Geheimhaltung ihrer Verhandlungen. Der Anbieter möchte vermeiden, dass Gerüchte über Übernahmeverhandlungen zu höheren Preisen führen, wodurch das Angebot für ihn teurer würde. Die Zielgesellschaft dagegen ist auf Vertraulichkeit bedacht, da die Bekanntgabe derartiger Gespräche dazu führt, dass sie öffentlich zum „Übernahmeobjekt“ wird und deshalb wegen der Eigendynamik der Aktionäre dem Verwaltungsrat die Kontrolle über den weiteren Fortgang des Übernahmeverfahrens entgleitet[2997]. Strikte Geheimhaltung ist, wie in Ziff. III.K.4.5.1.2 dargestellt, aber auch Voraussetzung dafür, dass die Zielgesellschaft eine Ad-hoc-Meldung über die Verhandlungen aufschieben kann. Aus diesen Gründen wird bei Beginn der Verhandlungen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft normalerweise eine Geheimhaltungsvereinbarung abgeschlossen, in der sich die Parteien verpflichten, die Tatsache, dass Verhandlungen stattfinden, sowie auch die von den Parteien in den Verhandlungen vertretenen Positionen und allfällig ausgetauschte vertrauliche Informationen geheim zu halten.[2998]

7.1.2 Auktion durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft

Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zum Schluss kommt, dass die Selbständigkeit des Unternehmens nicht mehr sinnvoll ist oder von den Akti-

---

2995 Ziff. III.K.1.1.

2996 Vgl. Ziff. III.D.2.1 vorne.

2997 Vgl. zu den Beweggründen für die Geheimhaltung Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 41; Epper (2008), S. 120 f.

2998 Zum Inhalt einer derartigen Geheimhaltungserklärung Isler (2004), S. 5 f.; Takei (2007), S. 58 ff.; Epper (2008), S. 120 f.

onären nicht mehr gewünscht wird, kann er die Verhandlungen mit potentiellen Anbietern auch als Parallelverhandlungen strukturieren, indem er zwischen mehreren potentiellen Anbietern eine Auktion durchführt[2999]. Derartige Auktionen haben den Vorteil, dass für die Aktionäre aufgrund der Wettbewerbssituation mit grösster Wahrscheinlichkeit der maximal mögliche Preis erreicht wird und dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das Verfahren steuern kann, da die Konkurrenzsituation eine stark disziplinierende Wirkung auf die potentiellen Anbieter hat[3000].

Da bei einem Auktionsverfahren parallel mehrere potentielle Anbieter zur Due Diligence zugelassen werden müssen, hat ein derartiges Verfahren aber den Nachteil, dass solche Auktionen kaum je geheim gehalten werden können, da zu viele Personen involviert sind und daher unweigerlich entsprechende Gerüchte bzw. Informationslecks entstehen[3001]. Der Einbezug mehrerer potentieller Anbieter führt im Übrigen aber auch dazu, dass die in der Due Diligence offengelegten Informationen im Markt relativ breit gestreut werden, was unter Umständen für das zukünftige operative Geschäft nach der Übernahme nachteilig sein kann.

7.2 Due Diligence

7.2.1 Das Interesse des Anbieters an einer Due Diligence

Obwohl bei Publikumsgesellschaften aufgrund der Publizitätsvorschriften der SWX relativ viele Informationen öffentlich zugänglich sind, hat der Anbieter vor einer Übernahme ein erhebliches Informationsdefizit. Dieses Defizit ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die öffentlich verfügbaren Informationen nicht auf die Strategien und die Planung des Unternehmens erstrecken, die operativen Details nicht zeigen und auch Risiken, für die noch keine Rückstellungen notwendig sind, nicht sichtbar machen[3002]. Bei Unternehmenskäufen wird dieses Informationsdefizit des Käufers normalerweise durch die Due Diligence, d.h. eine gründliche Untersuchung der beim betreffenden Unternehmen vorhandenen Dokumente und Daten, ausgeglichen. Mit einer derartigen Due Diligence kann der Käufer die Grundlagen verifizieren, auf denen seine Bewertung bzw. seine Vorstellung über den richtigen Angebotspreis beruhen, und allfällige ihm nicht bekannte

---

2999 Zum Begriff und Verfahren der Auktionen Kurer (2001), S. 160; derartige Auktionen wurden beispielsweise 2005 bzw. 2006 bei Serono und Forbo durchgeführt, wobei es bei Forbo letztlich aber nicht zu einem Übernahmeangebot kam. Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 57 ff.

3000 Kurer (2001), S. 164 f.; vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 57.

3001 Zum Problem der Geheimhaltung im Einzelnen Ziff. III. K.4.5.3.3.

3002 Lüchinger (2004), S. 247; Fotiou (2004), S. 24; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 55; Romerio/Gerhard (2007), S. 3; Schenker (2008), S. 130 ff. mit Ausführungen zu den aufgrund öffentlicher Information unbekannten Bereichen und Problemen.

Risiken identifizieren, die für die Bewertung des Unternehmens relevant sind[3003].

Wenn ein potentieller Anbieter keine Due Diligence durchführen kann, muss er bei der Kalkulation des Angebotspreises einen Abzug für mögliche Risiken machen, der dann zu einem entsprechend tieferen Angebot führt[3004]. Häufig ist es einem Anbieter aber auch gar nicht möglich, ohne eine Due Diligence ein öffentliches Angebot zu machen, da ein derartiges Angebot die Sorgfaltspflicht seiner Organe verletzen würde und zur Haftung führen könnte, wenn sich später herausstellt, dass die Zielgesellschaft bewertungsrelevante Probleme aufweist, die bei einer Due Diligence entdeckt worden wären[3005]. Selbst wenn ein Anbieter bereit wäre, das Risiko einer Übernahme ohne Due Diligence auf sich zu nehmen[3006], ist es oft gar nicht möglich, eine Finanzierung für die Transaktion zu finden, ohne einen Due-Diligence-Bericht vorzulegen[3007], sodass alleine schon die Finanzierung eine Due Diligence notwendig macht.

7.2.2 Die Position der Zielgesellschaft in der Due Diligence

7.2.2.1 Keine Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence

Eine kotierte Gesellschaft hat weder auf aktien- noch auf börsenrechtlicher Grundlage eine Verpflichtung, einem potentiellen Anbieter eine Due Diligence zu gewähren[3008]. Der Verwaltungsrat kann vielmehr in seinem Ermessen darüber entscheiden, ob und in welchem Umfang eine Due Diligence durchzuführen ist, da die Verfügung über geheime und vertrauliche Informationen der Gesellschaft in die Geschäftsführungskompetenz des Verwaltungsrates fällt[3009]. Eine Pflicht zur Zulassung einer Due Diligence ergibt sich dementsprechend nur in Sondersituationen:

- Öffentliche Ankündigung einer Due Diligence

3003 Zum Ziel der Due Diligence: Schenker (2001), S. 214; Gerhard (2006), S. 216; Epper (2008), S. 127 f.

3004 Vgl. Tschäni/Diem (2006), S. 57; Schenker (2008), S. 130 ff.

3005 Tschäni/Diem (2005), S. 79; Isler (2003), S. 6; Hutter, BSK N.9 zu Art. 717 OR; Tschäni/Diem (2006), S. 57. Bei vielen Private Equity Funds ist die Durchführung einer Due Diligence aber auch schon nach den internen Investitionsregeln unabdingbare Voraussetzung für eine Investition.

3006 Beispiel für ein derartiges Vorgehen ist die erste Übernahmeofferte der Hexagon für Leica im Jahr 2005, die Hexagon aufgrund von Branchenkenntnissen ohne Due Diligence machte.

3007 Gerhard (2006), S. 216; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 55.

3008 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.5.2.2.1); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E.2.11.3); Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. EIC vom 25. Juli 2003 (E.1.3); Margiotta, Praxis 2006, S. 231; von der Crone (2005), S. 14; Romerio/Gerhard (2007), S. 5; Epper (2008), S. 129 f.

3009 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.5.2.2.1); Gerhard (2006), S. 216; Romerio/Gerhard (2007), S. 4; Epper (2008), S. 127 f. Die Entscheidung über eine Due Diligence ist eine unentziehbare und unübertragbare Kompetenz des Verwaltungsrates, da der Entscheid über die Due Diligence den späteren Entscheid über eine Übernahme präjudiziert und für Entscheidungen über Übernahmen, wie in Ziff. III.K.2.1 dargestellt, allein der Verwaltungsrat zuständig ist; vgl. Schenker (2008), S. 146 ff., zu den wirtschaftlichen Druckmitteln, die ein feindlicher Übernehmer hat, um die Zulassung zur Due Diligence zu erwirken.

Aus dem Prinzip der Lauterkeit[3010] hat die Übernahmekommission abgeleitet, dass ein aktueller oder potentieller Anbieter das Recht auf eine Due Diligence hat, wenn die Zielgesellschaft öffentlich angekündigt hat, dass sie Übernahmeinteressenten zu einer Due Diligence zulässt[3011].

- Due Diligence bei Bieterwettbewerb

  Die in Art. 49 UEV statuierte Pflicht zur Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern zwingt die Zielgesellschaft, im Rahmen eines Anbieterwettbewerbes einem Konkurrenzanbieter[3012] eine Due Diligence zu gewähren, wenn sie bereits dem Erstanbieter eine Due Diligence ermöglicht hat[3013]. Wie in Ziff. IIIK.2.4.2 dargestellt, kann sich bei Wettbewerbssituationen zusätzlich auch aus Aktienrecht eine Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence ergeben: Hat die Zielgesellschaft den Aktionären ein Angebot zur Annahme empfohlen, so hat der Verwaltungsrat die Pflicht, auch potentielle Konkurrenzanbieter zur Due Diligence zuzulassen, wenn diese in glaubhafter Weise ein höheres Angebot in Aussicht stellen.

7.2.2.2 Geheimhaltungsinteresse der Zielgesellschaft

Für die Zielgesellschaft ist die Durchführung einer Due Diligence mit Problemen verbunden, da mit der Due Diligence zum Teil vertrauliche Informationen offengelegt werden, deren öffentliche Bekanntgabe die Zielgesellschaft schädigen kann[3014]. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss im Rahmen seiner Pflicht, die Interessen der Gesellschaft zu wahren, auch deren Geschäftsgeheimnisse schützen[3015]. Er kann daher eine Due Diligence nur zulassen, wenn sich der Anbieter im Rahmen einer Geheimhaltungsvereinbarung verpflichtet, die erhaltenen Informationen weder Dritten offenzulegen noch für eigene geschäftliche Zwecke oder den Handel mit Papieren der Zielgesellschaft auszunützen und nur für die Bewertung der Zielgesellschaft und die Ausarbeitung eines Angebotes zu verwenden[3016]. Das Risiko einer Bekanntgabe an Konkurrenten kann zwar durch den Abschluss einer derartigen Geheimhal-

---

3010 Art. 28 lit. c BEHG.; Blaas/Barraud (2008), S. 336

3011 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.5.2); Romerio/Gerhard (2007), S. 5; Blaas/Barraud (2008), S. 336 f.; Schenker (2008), S. 137.

3012 D.h. einem Anbieter, der bereits ein Angebot oder eine Voranmeldung publiziert hat.

3013 Im Einzelnen dazu Ziff. III.H.3.1.

3014 Romerio/Gerhard (2007), S. 4; Epper (2008), S. 128; vgl. Fotiou (2004), S. 61 ff.; vgl. zum Gleichbehandlungsaspekt Schnydrig/Vischer (2006), S. 1201, welche die Frage stellen, inwieweit die Gewährung einer Due Diligence an einen einzelnen Aktionär bzw. den Anbieter die Gleichbehandlungspflicht des Verwaltungsrates im Sinne von Art. 717 Abs. 2 OR verletzt; normalerweise erlaubt aber das Interesse der Aktionäre bzw. der Gesellschaft an einem Angebot eine derartige Due Diligence auch unter dem Aspekt der Gleichbehandlung; Schenker (2008), S. 141 f.

3015 Watter, BSK, N. 20 zu Art. 717 OR.

3016 Romerio/Gerhard (2007), S. 4; Gerhard (2006), S. 216; vgl. zu den in Geheimhaltungserklärungen normalerweise auferlegten Pflichten: Isler (2004), S. 5 f.; Takei (2007), S. 58 ff.

tungsvereinbarung eingeschränkt werden[3017]; diese Vereinbarungen haben aber nur eine ganz beschränkte Wirkung, wenn es sich beim Anbieter selbst um einen Konkurrenten handelt. Zwar verbieten Geheimhaltungsvereinbarungen normalerweise dem Anbieter auch, die erhaltenen Informationen für eigene geschäftliche Zwecke zu verwenden[3018], die Einhaltung dieser Verpflichtung kann aber in der Praxis weder kontrolliert noch durchgesetzt werden[3019]. Daher empfiehlt es sich in derartigen Situationen, den Umfang der in der Due Diligence zugänglich gemachten Informationen einzuschränken und insbesondere keine wettbewerbsrelevanten Informationen über Kunden, Preise und Produktionskosten preiszugeben[3020]. Eine derartige restriktive Haltung empfiehlt sich aber nicht nur, wenn direkte Konkurrenten eine Due Diligence durchführen wollen, sondern auch bei Interessenten, die nicht in einem Konkurrenzverhältnis stehen, da die Zielgesellschaft gemäss Art. 49 UEV einem Konkurrenzanbieter den gleichen Zugang zur Information, d.h. eine Due Diligence in gleichem Umfang, gewähren muss wie dem Erstanbieter, sobald der Konkurrenzanbieter mindestens eine Voranmeldung publiziert hat[3021]. Da der Verwaltungsrat in dieser Weise die Kontrolle über den Zugang zu den in der Due Diligence offengelegten Informationen verliert und damit rechnen muss, dass er allenfalls auch einem Konkurrenten, der ein Angebot macht, eine Due Diligence gewähren muss, empfiehlt es sich, die Due Diligence von Anfang an auf Informationen zu beschränken, welche die Zielgesellschaft auch einem Konkurrenten offenlegen könnte, ohne dabei Schaden zu erleiden.

Die Due Diligence kann allerdings auch zu Problemen mit der Ad-hoc-Publizität führen, wenn dem potentiellen Anbieter Informationen offengelegt werden, welche – wie z.B. unveröffentlichte Quartalsberichte oder Entscheide des Verwaltungsrates über Strategieänderungen – der Ad-hoc-Publizität unterliegen, aber bisher noch nicht bekanntgegeben worden sind, da die Zielgesellschaft einen Bekanntgabeaufschub beanspruchte[3022]. In einem derartigen Fall muss die Zielgesellschaft die betreffende Information allen Aktionären bekanntgeben, wenn es nicht gelingt, diese im Rahmen der Due Diligence geheim zu halten[3023], da die Bekanntgabe nicht mehr aufgeschoben werden kann, wenn die Geheimhaltung nicht gewährleistet werden kann[3024].

3017 Tschäni/Diem N.61 S. 89; Isler (2004), S. 5 ff.

3018 Schärer (1998), S. 26.

3019 Isler (2004), S. 6; Schenker (2008), S. 143.

3020 Vgl. zu dieser Problematik Tschäni/Diem (2005), S. 82.

3021 Vgl. Ziff. III.H.3.1.1. Wie in Ziff. III.H.3.1.3 dargestellt, hat die Zielgesellschaft zwar die Möglichkeit, bei der UEK aus wichtigen Gründen, d.h., zum Schutz von Geschäftsgeheimnissen, eine Ausnahme von der Gleichbehandlungspflicht zu beantragen. Da aber nicht immer voraussehbar ist, bezüglich welcher Informationen und Dokumente die UEK tatsächlich eine Ausnahme gewährt, empfiehlt es sich nicht, sich auf diese Möglichkeit zu verlassen.

3022 Zur Ad-hoc-Publizität sowie zum Bekanntgabeaufschub Ziff. III.K.4.5.2 vorne.

3023 Lanz/Gruber (2007), S. 289 f.

3024 Im Einzelnen zu Ziff. III.K.4.5.2.2.

7.2.2.3 Bindung von Managementkapazität und Kosten

Ein Due Diligence-Prozess gefährdet aber nicht nur Geheimhaltungsinteressen, sondern führt auch zu Kosten und absorbiert Managementkapazitäten der Zielgesellschaft, was im operativen Geschäft zu Problemen führen kann[3025]. Daher wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Due Diligence eines potentiellen Anbieters normalerweise nur zulassen, wenn eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür besteht, dass der betreffende potentielle Anbieter tatsächlich ein für Aktionäre und Unternehmer attraktives Angebot unterbreiten wird[3026]. In der Praxis wird daher ein potentieller Anbieter meist nur zur Due Diligence zugelassen, wenn er vorgängig im Sinne einer Absichtserklärung bestätigt, dass er ein Angebot zu einem bestimmten Preis abgibt, falls die Due Diligence nicht zu negativen Erkenntnissen führt, und auch nachweist, dass er ein Angebot finanzieren kann[3027]. Eine derartige Absichtserklärung des Anbieters verpflichtet diesen zwar nicht, tatsächlich ein Angebot zu unterbreiten[3028], dokumentiert aber doch die Ernsthaftigkeit der Absichten des Anbieters, was dem Verwaltungsrat eine Grundlage gibt, um den mit der Due Diligence verbundenen Aufwand zu rechtfertigen[3029].

7.2.3 Zeitpunkt der Due Diligence

Damit die Due Diligence dem Übernehmer tatsächlich ermöglicht, den Kaufpreis den bei einer derartigen Untersuchung aufgedeckten Risiken anzupassen[3030], muss die Due Diligence zwingend vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung durchgeführt werden. Eine spätere Due Diligence wäre nutzlos, da der Anbieter das einmal publizierte Angebot nicht mehr zuungunsten der Aktionäre verändern kann[3031]. Macht der Anbieter eine Due Diligence nach der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung und entdeckt dabei gravierende Mängel, so kann er sich m.E. auch nicht auf in einem Angebot enthaltene Material-Adverse-Change-Bedingung berufen[3032], da er mit dem Verzicht, vor Veröffentlichung des Angebotes eine Due Diligence durchzuführen, bewusst das Risiko eingegangen ist, dass die Gesellschaft versteckte Mängel aufweist, weshalb er nach der Entdeckung vorbestehender

---

3025 Tschäni/Diem (2005), S. 80; Romerio/Gerhard (2007), S. 3.

3026 Vgl. zu dieser Interessenabwägung Gerhard (2006), S. 219; Schenker (2008), S. 139 f.; Romerio (2005), S. 20.

3027 Vgl. Tschäni/Diem (2005), S. 80; Gerhard (2006), S. 219; zum Inhalt einer Absichtserklärung bei Übernahmeangeboten Epper (2008), S. 124 ff.

3028 Isler (2004), S. 14; vgl. Schenker (2001), S. 217 ff.; Epper (2008), S. 126 f.

3029 Epper (2008), S. 123.

3030 Die Senkung des Preises ist die einzige Reaktionsmöglichkeit, die der Anbieter hat, wenn er Probleme bei der Due Diligence feststellt, da ihm andere Möglichkeiten, wie Preisanpassungsklauseln, selbständige Garantien und Zusicherungen bei einem öffentlichen Angebot nicht zur Verfügung stehen; zu diesen Möglichkeiten bei Unternehmenskäufen ausserhalb öffentlicher Angebote: Schenker (2001), S. 230 ff.

3031 Vgl. dazu Ziff. III.D.7.2.

3032 Dazu Ziff. III.D.6.1.2.13.

Probleme den Angebotspreis nicht mehr zum Nachteil der Aktionäre verändern und das Angebot nicht zurückziehen kann[3033].

Eine Due Diligence nach der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung ist daher nur im Hinblick auf ein mögliches Konkurrenzangebot interessant; der Anbieter kann nach der Due Diligence abschätzen, wie weit er den Preis erhöhen kann, wenn er von einem Dritten überboten wird.

7.2.4 Umfang der Due Diligence

Aus Sicht des Anbieters sind alle die Informationen wesentlich, die nicht öffentlich bekannt sind, aber für die Bewertung relevant sein können[3034]. Typischerweise bezieht sich das Informationsbedürfnis des Übernehmers dabei auf operative Belange, die in den öffentlich zugänglichen Unterlagen über die Zielgesellschaft[3035] nicht detailliert dargestellt werden, wie insbesondere die Marktposition der Zielgesellschaft, ihre Vertriebskanäle, Kernkompetenzen, Technologien, Produkte, Kostenstrukturen sowie auch die genaue Zusammensetzung von Anlage- und Umlaufvermögen[3036]. Je nach Risikolage der betreffenden Unternehmung bzw. Branche werden aber auch Umwelt- und Steuerrisiken sowie die mit Verträgen bzw. Prozessen verbundenen Risiken vertieft abgeklärt[3037]. Die finanzielle Analyse der Zielgesellschaft ist meistens bereits aufgrund der publizierten Daten möglich, sodass sich die Financial Due Diligence auf die Daten konzentriert, die öffentlich nicht ersichtlich sind, wie insbesondere detaillierte Segmentsinformationen und die Validierung von Budgets und Businesspläne.

Legt eine Zielgesellschaft bei einer Due Diligence einem potentiellen Anbieter Informationen vor, so muss sie diese Informationen gemäss Art. 49 UEV auch einem späteren Konkurrenzanbieter zugänglich machen[3038]. Dies gilt auch, wenn dieser Konkurrenzanbieter mit der Zielgesellschaft in geschäftlicher Konkurrenz steht[3039] und deshalb das Risiko einer zweckwidrigen Verwendung wesent-

---

3033 Tschäni/Diem (2005), S. 84 f.; eine Material Adverse Change Clause kann nur Vorfälle, bzw. Wertverminderungen, erfassen, die nach der Publikation der Voranmeldung bzw. des Angebotes eingetreten sind und die bei normaler Aufmerksamkeit, d.h. bei einer Due Diligence, nicht hätten entdeckt werden können; mit der Revision der UEV per 1.1.2009 ist auch die früher in Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK vorgesehene Möglichkeit weggefallen, bei der Voranmeldung den Preis unter den Vorbehalt zu stellen, dass in der Due Diligence, die zwischen Voranmeldung und Publikation des Angebotes durchgeführt wird, keine negativen bewertungsrelevanten Tatsachen entdeckt werden; dazu im Einzelnen Romerio (2007), S. 33 f.; Schenker (2008), S. 152; Tschäni/Iffland (2002), S. 146, unter Verweis auf eine entsprechende Klausel im Angebot der Multi Papiers SA für die Baumgartner Papiers Holding SA vom 7. Juni 2001.

3034 Vgl. Schenker (2001), S. 251 f.; Epper (2008), S. 127.

3035 Jahresbericht, Halbjahresbericht, Ad-hoc-Publikationen

3036 Vgl. Schenker (2001), S. 222 f.

3037 Vgl. Schenker (2008), S. 131 ff.

3038 Dazu im Einzelnen Ziff. III.H.3.1.1.1.

3039 Immerhin kann die UEK von dieser Gleichbehandlung bezüglich der Informationsrechte in begründeten Fällen, wie insbesondere einer Konkurrenzsituation zwischen Anbieter und Zielgesellschaft, Ausnahmen gewähren, dazu Ziff. III.H.3.1.1.1; da meist jedoch nicht voraussehbar ist, bei welchen Dokumenten und Informationen eine Ausnahme gewährt wird, sollte sich die Zielgesellschaft nicht auf diese Möglichkeit verlassen.

lich grösser ist als bei einem Erstanbieter, der aus einer anderen Branche stammt. Wie in Ziff. III.K.7.2.2 vorne dargestellt, führt dieses Gleichbehandlungsproblem dazu, dass die potentiellen Zielgesellschaften bei der Vermittlung von Informationen im Rahmen der Due Diligence zurückhaltend sind und auf die Offenlegung wettbewerbsrelevanter Informationen im Allgemeinen verzichten[3040].

7.2.5 Durchführung der Due Diligence

Im Rahmen der Due Diligence werden dem Anbieter normalerweise Dokumente und Informationen in einem Datenraum zugänglich gemacht. Diese Informationen werden meist durch Management Presentations ergänzt, bei denen der Anbieter bzw. seine Berater auch die Möglichkeit haben, die „Soft Factors" des Unternehmens besser kennenzulernen und Ergänzungsfragen zum schriftlich präsentierten Material zu stellen.

Bei der Durchführung der Due Diligence muss der Informationsfluss genau protokolliert werden, damit nachvollziehbar ist, welche Dokumente zur Verfügung gestellt und welche zusätzlichen Informationen in Management Interviews abgegeben wurden. Dies ist Voraussetzung dafür, dass die Zielgesellschaft beim Auftreten von Konkurrenzanbietern nachweisen kann, dass sie tatsächlich ihrer Gleichbehandlungspflicht nachkommt[3041].

7.3 Transaktionsvereinbarungen

Wenn ein Anbieter nach Durchführung einer Due Diligence beabsichtigt, ein Angebot zu machen, und sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit dem Anbieter über die Bedingungen des Angebotes einigen konnte, wird normalerweise zwischen Anbieter und Zielgesellschaft eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen[3042], in der die Rahmenbedingungen der Übernahme sowie das weitere Vorgehen der Beteiligten festgehalten werden[3043]. Für gewisse Anbieter ist eine Transaktionsvereinbarung, in der der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zusichert, das Angebot zu unterstützen, auch eine Voraussetzung für die Unterbreitung eines öffentlichen Angebots, da sie ohne eine derartige Unterstützung nach ihren internen Regeln gar keine Angebote machen können[3044].

3040 Romerio/Gerhard (2007), S. 8; Tschäni/Diem (2006), S. 64; vgl. zum konkreten Vorgehen Epper (2008), S. 133 ff.

3041 Nach der Praxis der Übernahmekommission muss die Zielgesellschaft in einer Konkurrenzsituation nachweisen, dass sie ihrer Gleichbehandlungspflicht nachgekommen ist, indem sie detailliert offenlegt, welche Informationen sie dem Erstanbieter abgegeben hat. Bezüglich der in der Due Diligence offengelegten Dokumente kann dieser Beweis am besten dadurch sichergestellt werden, dass die Due Diligence mit einem elektronischen Datenraum durchgeführt wird, da dann mit der Datenbank des Providers der Umfang der Due Diligence bzw. der offengelegten Dokumente nachgewiesen werden kann: dazu im Einzelnen Petrin (2007), S. 363 ff.

3042 Vgl. im Übrigen zu den Beweggründen für den Abschluss einer Transaktionsvereinbarung Schnydrig/Vischer (2006), S. 1192 f.; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 59 f.; Epper (2008), S. 137.

3043 Vgl. das in der Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (Sachverhaltsdarstellung G) zusammengefasste Transaction Agreement.

3044 Viele Private Equity Funds sehen diese Einschränkung in ihren Investment Guidelines vor.

7.3.1 Inhalt der Transaktionsvereinbarung

Normalerweise umfasst eine Transaktionsvereinbarung folgende Punkte[3045]:

7.3.1.1 Verpflichtung zur Publikation eines Angebotes

In der Transaktionsvereinbarung verpflichtet sich der Anbieter, ein öffentliches Angebot für die Aktien der Zielgesellschaft zu machen, wobei auch die einzelnen Transaktionsschritte und die Eckdaten des Angebotes, wie insbesondere der Preis und die Bedingungen, unter denen das Angebot steht, definiert werden[3046].

Während das Angebot selbst nur den gemäss Art. 13 UEV zulässigen Bedingungen unterstellt werden kann[3047], kann die in der Transaktionsvereinbarung enthaltene Verpflichtung, ein Angebot zu machen, auch weiteren Bedingungen unterstellt werden, da sich Art. 13 UEV nur auf das Angebot selbst, nicht aber auf eine Vereinbarung zwischen Anbieter und Zielgesellschaft bezieht. Normalerweise enthalten die Transaktionsvereinbarungen meist eine sehr weit definierte Material-Adverse-Change-Klausel[3048] und auch einen Finanzierungsvorbehalt, der dem Anbieter ein Rücktrittsrecht gibt, falls es ihm nicht gelingt, das Angebot zu finanzieren. Derartige Bedingungen gelten allerdings immer nur bis zur Publikation des Angebotes; die beim Angebot möglichen Vorbehalte richten sich, unabhängig vom Inhalt der Transaktionsvereinbarung, nur nach Art. 13 UEV, weshalb nach der Publikation des Angebotes weder eine breit formulierte Material-Adverse-Change-Klausel noch ein Finanzierungsvorbehalt zulässig sind[3049].

Bei der Festlegung der Eckpfeiler des Angebotes wird meistens auch die Frage geregelt, wie Mitarbeiteraktien und -optionen behandelt werden[3050], d.h., ob Mitarbeiteraktien unter Aufhebung allfälliger Sperrfristen ebenfalls angedient werden können und ob Mitarbeiteroptionen zurückgekauft werden oder ob

---

3045 Transaktionsvereinbarungen müssen nach schweizerischem Recht nicht offengelegt werden. Wie in Ziff. III.F.3.6.2 vorne dargestellt, genügt es, wenn die hauptsächlichen Bestimmungen der betreffenden Vereinbarung im Angebotsprospekt dargestellt werden. Sofern die Aktien einer der Parteien in den USA kotiert sind, muss die Transaktionsvereinbarung aber bei der SEC eingereicht werden, wodurch sie auf der Homepage der SEC publiziert und damit öffentlich zugänglich wird (www.sec.gov). In diesem Rahmen sind z.B. die Transaktionsvereinbarungen zwischen Danaher Corp. und Leica Geosystems AG, zwischen Scor und Converium oder auch zwischen X Rite Inc. und Amazys veröffentlicht worden. Zum Inhalt der Transaktionsvereinbarungen Epper (2008), S. 140 ff.

3046 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (Sachverhaltsdarstellung G); Tschäni/Diem (2005), S. 91; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 60; vgl. Ziff. 1 der Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems vom 25. Juli 2005 und Ziff. 1 der Vereinbarung zwischen Converium und Scor vom 10. Mai 2007 (www.sec.gov). Vgl. Epper (2008), S. 142.

3047 Dazu im Einzelnen Ziff. III.D.6.

3048 Vgl. die Definition von „Material Adverse Event“ in der Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys, Schedule 1 (www.sec.gov).

3049 Vgl. dazu Ziff. III.D.6.2 vorne.

3050 Tschäni/Diem (2005), S. 91 f.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193; vgl. z.B. die Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 7 (www.sec.gov).

den Berechtigten erlaubt wird, diese vorzeitig auszuüben, damit sie die betreffenden Aktien dann beim Angebot einliefern können.

7.3.1.2 Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

Im Gegenzug zur Verpflichtung des Anbieters zur Publikation eines öffentlichen Angebotes verpflichtet sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, einen Bericht im Sinne von Art. 29 Abs. 1 BEHG[3051] abzugeben, der die Annahme des Angebotes empfiehlt und in den Angebotsprospekt des Anbieters integriert werden kann[3052]. Normalerweise verpflichtet sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dabei auch, das Angebot durch entsprechende Äusserungen in den Medien und allenfalls sogar durch Teilnahme an den Roadshows und Analysten-Präsentationen des Anbieters zu unterstützen[3053]. Diese Verpflichtung zur Abgabe einer positiven Empfehlung bzw. zur Unterstützung des Angebotes steht allerdings immer unter dem Vorbehalt der zwingenden aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates[3054]: Sollte zwischenzeitlich ein Dritter ein höheres Angebot machen oder sollten andere Umstände auftreten, die zeigen, dass das Angebot entgegen den ersten Einschätzungen des Verwaltungsrates nicht im Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre liegt, so kann sich der Verwaltungsrat aufgrund seiner vorne in Ziff. III.K.2.2 dargestellten zwingenden gesellschaftrechtlichen Verpflichtungen nicht länger für das Angebot des Erstanbieters einsetzen, sondern muss das für die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre bessere Angebot unterstützen[3055]. Aufgrund dieser Verpflichtung des Verwaltungsrates wird die Unterstützungspflicht des Verwaltungsrates in den meisten Transaktionsvereinbarungen unter den Vorbehalt gestellt, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei Vorliegen eines besseren Angebotes von seiner Verpflichtung befreit wird[3056]. Dabei wird zum Teil aber auch vorgesehen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft beim Auftreten eines besseren Konkurrenzangebotes während einer kurzen Frist seine Haltung nicht

---

3051 Vgl. dazu Ziff. III.K.4.1 vorne.

3052 Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. April 2005 i.S. Swiss (E7.2.5); vgl. die Bedingungen der Transaktionsvereinbarung zwischen Leica Geosystems und Danaher, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (Sachverhaltsdarstellung P); Tschäni/Diem (2005), S. 91; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 60; vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 8, und Transaktionsvereinbarung zwischen Scor und Converium vom 10. Mai 2007, Ziff. 2.1 (www.sec.gov); Epper (2008), S. 142 ff.

3053 Vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 60.

3054 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (Sachverhaltsdarstellung G).

3055 Tschäni/Diem (2005), S. 93; Tschäni (2004b), S. 426; Glatthaar (2007), S. 180;

3056 Vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems AG vom 25. Juli 2005, S. 3 (Ziff. 2.2): „This section 2 *[Verpflichtung zur Abgabe einer positiven Empfehlung für die Offerte der Danaher]* shall not restrict the Board of Directors of the Company from changing its recommendation if a Superior Offer is made“ (www.sec.gov).

ändern darf, um so dem Erstanbieter die Möglichkeit zu geben, sein Angebot zu verbessern[3057].

7.3.1.3 Realisierungsschritte und Zeitplan

In der Transaktionsvereinbarung werden im Rahmen eines Zeit- und Vorgehensplans normalerweise auch die weiteren Schritte definiert, welche die Parteien unternehmen, um die Transaktion zu realisieren, wie z.B. die Erstellung des Angebotsprospektes, die Einreichung von Gesuchen bei Fusionskontrollbehörden, die Durchführung gemeinsamer Informationsveranstaltungen (Roadshows) etc.[3058] Normalerweise ist es dabei das Ziel der Parteien, die Transaktion so rasch wie möglich zu einem erfolgreichen Abschluss zu führen, um einerseits Unsicherheiten für die Zielgesellschaft und ihrer Stakeholder zu vermeiden, andererseits aber auch, um das Risiko von Konkurrenzangeboten möglichst klein zu halten. Bezüglich der Verhinderung von Konkurrenzangeboten haben die Aktionäre der Zielgesellschaft und der Anbieter allerdings entgegengesetzte Interessen; der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sollte daher darauf achten, dass trotz aller Beschleunigung Konkurrenzangebote möglich bleiben.

7.3.1.4 Durchführung einer Generalversammlung

Soweit für den erfolgreichen Vollzug des Angebotes eine Änderung der Statuten der Zielgesellschaft[3059] notwendig ist und im Zug der Übernahme auch neue Verwaltungsratsmitglieder gewählt werden sollen, verpflichtet sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Rahmen der Transaktionsvereinbarung normalerweise dazu, eine Generalversammlung einzuberufen und die entsprechenden Statutenänderungen bzw. Wahlen zu beantragen[3060]. Meist wird dabei allerdings vorgesehen, dass die betreffenden Beschlüsse nur unter der Bedingung gefasst werden, dass das Angebot des Anbieters erfolgreich ist, d.h. von einer Mindestzahl von Aktionären angenommen wird, und alle weiteren Bedingungen für den Vollzug erfüllt werden, da weder Statutenänderungen noch die Wahl der vom Anbieter vorgeschlagenen Verwaltungsratsmitglieder sinnvoll sind, wenn das Angebot nicht den gewünschten Erfolg hat.

Da die Einberufungsfrist für Generalversammlungen mit 20 Kalendertagen[3061] kürzer ist als die Angebotsfrist, die gemäss Art. 14 Abs. 3 und 4 UEV zwi-

---

3057 Vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 9, Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems vom 25. Juli 2005, S. 6 (www.sec.gov); vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen InCentive Capital und Smiths & Nephew vom 20. März 2003, S. 6 (www.sec.gov). Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dem Erstanbieter während zwei bis drei Tagen Zeit gibt, sein Angebot aufzubessern, verletzt er seine aktienrechtlichen Pflichten nicht, da er damit weder die Zielgesellschaft noch ihre Aktionäre schädigt, sondern Wettbewerb zugunsten der Aktionäre ermöglicht.

3058 Vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 60.

3059 Z.B. Aufhebung von Vinkulierungsklauseln und Stimmrechtsbeschränkungen.

3060 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.2); Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193; vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 11; Epper (2008), S. 143.

3061 Art. 700 Abs. 1 OR.

schen 20 und 40 Börsentagen dauert[3062], kann mit einer schnellen Einberufung der Generalversammlung meistens sichergestellt werden, dass diese noch vor dem Ablauf der Angebotsfrist durchgeführt wird und so die Aktionäre der Zielgesellschaft über die Erfüllung der Bedingungen, die von den Beschlüssen der Generalversammlung abhängen, vor dem Ablauf der Angebotsfrist Klarheit haben.

7.3.1.5 Bestimmungen über Organisationsstruktur, Tätigkeit und Ausrichtung der Zielgesellschaft nach der Übernahme

Meist enthält eine Transaktionsvereinbarung auch Bestimmungen über die zukünftige Organisationsstruktur und die weitere Entwicklung des Geschäftes der Zielgesellschaft sowie über die Aufrechterhaltung von Standorten und die Beschäftigung ihrer Arbeitnehmer[3063]. Häufig wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gerade auf derartigen Bestimmungen insistieren, um auf diese Weise für die Zielgesellschaft und ihre Mitarbeiter eine optimale Lösung sicherzustellen. Meistens sind derartige Bestimmungen allerdings von vornherein nur als Absichtserklärungen formuliert, um die operative Flexibilität des Anbieters nicht zu beschränken[3064]. Selbst wenn derartige Bestimmungen als rechtlich verbindliche Pflichten des Anbieters formuliert werden, haben sie in der Praxis keine Bindungswirkung; ist das Übernahmeangebot erfolgreich und beherrscht der Anbieter die Zielgesellschaft, so kann er diese jederzeit dazu bewegen, auf die Durchsetzung ihrer Rechte aus der Transaktionsvereinbarung zu verzichten. Beschäftigungszusagen für Mitarbeiter und Zusagen über die Aufrechterhaltung von Betriebsstandorten können von den Betroffenen daher auch nur dann durchgesetzt werden, wenn diese Zusagen in der Transaktionsvereinbarung als echte Vertragsklauseln zugunsten Dritter im Sinne von Art. 112 OR formuliert werden. Normalerweise werden in der Transaktionsvereinbarung aber gerade direkte Ansprüche Dritter ausgeschlossen, um diese Konsequenz zu vermeiden und dem Anbieter die volle unternehmerische Entscheidungsfreiheit zu belassen[3065].

7.3.1.6 Weiterbeschäftigung bzw. Ausscheiden von Verwaltungsratsmitgliedern und Managern

Wenn bei einer freundlichen Übernahme in wirtschaftlicher Sicht die Kombination der Unternehmen im Vordergrund steht, enthalten Transaktionsver-

---

3062 Dazu im Einzelnen Ziff. III.G.1.2.

3063 Vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 14 (Ziff. 5.1) „Subject to the settlement of the Modified Offer the Offeror agrees to maintain a strong presence in Zurich" (www.sec.gov).

3064 Vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen Converium und Scor vom 5. November 2006, Ziff. 3, wo Scor bezüglich der Tätigkeit in der Schweiz Folgendes festhielt: „Subject to the settlement of the Modified Offer the Offeror agrees to (i) maintain a strong presence in Zurich and (ii) make Zurich one of the three European key hubs of the combined groups together with Paris and Cologne. The Zurich operating entity shall become a strategic pillar of the combined group." Gleichzeitig wurde in dieser Vereinbarung allerdings in Ziff. 8.3 festgehalten, dass Dritte, d.h. insbesondere Arbeitnehmer, aus der vorerwähnten Bestimmung keine Rechte ableiten können (www.sec.gv).

3065 Eine Ausnahme bildet die Transaktionsvereinbarung zwischen Scor und Converium vom 10. Mai 2007, wo in Ziff. 3.2 für die in der Schweiz tätigen Mitarbeiter der Converium ein Kündigungsschutz für ein Jahr vorgesehen wurde, der gemäss Ziff. 8.3 ausdrücklich als Recht zugunsten Dritter ausgestaltet wurde (www.sec.gov).

einbarungen oft auch Bestimmungen über die Wahl von Verwaltungsratsmitgliedern der Zielgesellschaft in den Verwaltungsrat des Anbieters, um so die Kontinuität der Unternehmen und ihre Zusammenarbeit nach aussen darzustellen[3066]. Auch derartige Bestimmungen sind rechtlich nicht durchsetzbar, da die Wahl der Verwaltungsratsmitglieder allein von der Zustimmung der Generalversammlung des Anbieters abhängt, sodass letztlich nur zugesichert werden kann, dass die betreffenden Personen zur Wahl vorgeschlagen, aber nicht, dass sie tatsächlich gewählt werden[3067].

Zusagen über die weitere Beschäftigung von Verwaltungsratsmitgliedern oder sogar über die Wahl in den Verwaltungsrat des Anbieters führen dazu, dass die betreffenden Verwaltungsratsmitglieder bezüglich des Angebotes einen Interessenkonflikt haben, da ihnen der Vollzug des Angebotes Vorteile bringt. Das Gleiche gilt auch, wenn in der Transaktionsvereinbarung vorgesehen wird, dass einzelne Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft bei ihrem Ausscheiden aus dem Verwaltungsrat eine Abgangsentschädigung erhalten. Diese Interessenkonflikte müssen im Bericht des Verwaltungsrates zum öffentlichen Angebot offengelegt werden und zwingen die betroffenen Verwaltungsratsmitglieder bezüglich aller Entscheide im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot zum Ausstand[3068].

Um die Kontinuität des Managements der Zielgesellschaft nach der Übernahme darzustellen, enthalten Transaktionsvereinbarungen häufig auch Aussagen über die zukünftige Managementstruktur der übernommenen Gesellschaft und die Weiterbeschäftigung bestimmter Manager. Auch derartige Aussagen werden normalerweise aber nur als Absichtserklärung formuliert, um zu vermeiden, dass der Verwaltungsrat des Anbieters seine unternehmerische Freiheit in der Besetzung des Managements verliert[3069].

Sofern die Zielgesellschaft für den Fall einer Übernahme ihren Managern oder Verwaltungsräten selbst Abgangsentschädigungen oder Incentivezahlungen[3070] versprochen hat, sollte in der Transaktionsvereinbarung festgehalten werden, dass dem Anbieter diese Vereinbarungen bekannt sind und er diese

---

3066 Vgl. die Transaktionsvereinbarung zwischen Crucell und Berna Biotech, erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (E.6.2.2.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 23. März 2006 i.S. Amazys (E.7.2.3.1).

3067 Vgl. die Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 13, wo in Ziff. 5 unter dem Titel „Corporate Governance after the Settlement Date" Verwaltungsrat und Top-Management der X Rite nach Übernahme geregelt wurden und vorgesehen wurde, dass drei Verwaltungsratsmitglieder der Amazys in den Bord of Directors der X Rite aufgenommen werden und dass der CEO der Amazys CEO der X Rite würde.

3068 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.1.4.4.

3069 Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 14 (Ziff. 5.2); eine Ausnahme bildet die Transaktionsvereinbarung zwischen Crucell und Berna vom 1. Dezember 2005, in der einzelnen Geschäftsleitungsmitgliedern der Abschluss von Arbeitsverträgen zugesichert wurde; vgl. dazu Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (E.6.2.2.2).

3070 Vgl. dazu Ziff. II.K.6.2.

akzeptiert, um spätere Auseinandersetzungen über die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit derartiger Vereinbarungen zu vermeiden[3071].

7.3.1.7 Verhalten bei Konkurrenzangeboten/Exklusivitätsvereinbarungen

Meist hat der Anbieter das Bedürfnis, sich durch geeignete Klauseln in der Transaktionsvereinbarung vor Konkurrenzangeboten zu schützen[3072]. Zu diesem Zweck wird normalerweise in der Transaktionsvereinbarung vorgesehen, dass sich die Parteien bei Konkurrenzangeboten gegenseitig konsultieren und die weiteren Schritte im Hinblick auf das Konkurrenzangebot erörtern[3073].

Zusätzlich verlangen die Anbieter häufig aber auch weitergehende Konkurrenzausschlussklauseln, die der Zielgesellschaft z.B. verbieten sollen, mit Drittparteien Verhandlungen zu führen, oder diese zur Due Diligence zuzulassen bzw. den Verwaltungsrat dazu verpflichten, gegen ein Angebot einer Drittpartei alle ihm zur Verfügung stehenden statutarischen Mittel einzusetzen[3074]. Wie vorne in Ziff. III.H.7.1 dargestellt, sind derartigen Exklusivitätsvereinbarungen aber enge Grenzen gesetzt; der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann sich nicht dazu verpflichten, sämtliche Konkurrenzangebote abzulehnen und alle statutarischen Abwehrmöglichkeiten gegen Konkurrenzangebote einzusetzen. Aufgrund seiner Pflicht zur Wahrung der Gesellschaftsinteressen gemäss Art. 717 Abs. 1 OR ist der Verwaltungsrat gezwungen, ein Konkurrenzangebot, das sowohl für das Unternehmen wie auch für seine Aktionäre besser ist als das Erstangebot, zu unterstützen und den Aktionären zur Annahme zu empfehlen[3075] sowie Anbieter, welche derartige Angebote glaubhaft in Aussicht stellen, zu einer Due Diligence zuzulassen[3076]. Derartige gegen Konkurrenzangebote ausgerichtete Vertragsbestimmungen würden aber auch das in Ziff. III.H.3.1.1 vorne dargestellte börsenrechtliche Gebot zur Gleichbehandlung von konkurrierenden Angeboten[3077] verletzen, soweit sie sich gegen Angebote richten, bei denen bereits ein Angebotsprospekt oder wenigstens eine Voranmeldung publiziert worden ist[3078]. In den meisten Transaktionsverein-

---

3071 Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. März 2006 i.S. Amazys (E.7.2.3.2). In der Transaktionsvereinbarung zwischen Scor und Converium wurden in Ziff. 3.3 ausdrücklich die Beendigung des Arbeitsverhältnisses mit dem CEO und dem CFO der Converium erwähnt und sogar die entsprechenden Beendigungsvereinbarungen der Transaktionsvereinbarung beigelegt (www.sec.gov).

3072 Häufig ist dies für den Anbieter eines der wichtigsten Motive zum Abschluss einer Transaktionsvereinbarung; vgl. dazu Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193.

3073 Vgl. die Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 8; Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems, S. 6 f.; Transaktionsvereinbarung zwischen InCentive und Smith & Nephew vom 20. März 2003, S. 7 (www.sec.gov).

3074 Zu diesen unterschiedlich starken Exklusivitätsvereinbarungen vorne Ziff. III.H.7.1; vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1193 ff.; vgl. die Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 8; Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems, S. 6 f.; Transaktionsvereinbarung zwischen InCentive und Smith & Nephew vom 20. März 2003, S. 7 (www.sec.gov).

3075 Tschäni/Diem (2005), S. 92; Vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1194; Epper (2008), S. 144 ff.

3076 Dazu Ziff. III.K.2.4.2.

3077 Art. 48 ff. UEV

3078 Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 61.

barungen wird diese Rechtslage berücksichtigt und vorgesehen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei einer besseren Offerte nicht nur von seiner ursprünglichen Empfehlung des Erstangebotes abweichen, sondern auch mit dem betreffenden Konkurrenzanbieter Verhandlungen führen und ihm eine Due Diligence erlauben kann[3079].

7.3.1.8 Lock-up-Klauseln und Break-up Fees

Um den Erfolg des eigenen Angebotes abzusichern und Konkurrenten abzuschrecken, versuchen gerade angelsächsisch geprägte Anbieter häufig, Bestimmungen in die Transaktionsvereinbarung aufzunehmen, die ihnen für den Fall des Misslingens ihres Angebotes ein Kaufrecht an wesentlichen Aktiven der Zielgesellschaft oder eine hohe Konventionalstrafzahlung gewähren. Aufgrund der in Ziff. III.H.7.2 f. vorne dargelegten Überlegungen kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in einer Transaktionsvereinbarung keine derartigen Lock-up-Bestimmungen vereinbaren[3080]. Derartige Vereinbarungen sind ungültig und setzen den Verwaltungsrat überdies auch einem erheblichen Haftungsrisiko aus, falls die Erfüllungshandlungen nicht mehr rückabgewickelt werden können[3081]. Zulässig ist nur das Versprechen, einen pauschalierten Kostenersatz zu leisten, der sich im Rahmen der Kosten bewegt, die beim Anbieter bei der Vorbereitung und Durchführung des Angebotes tatsächlich angefallen sind[3082].

7.3.1.9 Geheimhaltung

In einer Transaktionsvereinbarung verpflichten sich die Parteien normalerweise zur strikten Geheimhaltung der Transaktion bis zur Veröffentlichung des Angebotes[3083]. Dabei müssen allerdings anderweitige gesetzliche bzw. börsenrechtliche Verpflichtungen, wie insbesondere die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität gemäss Art. 72 KR, vorbehalten werden, welche die Parteien unter Umständen schon vorher zur Offenlegung der Transaktion verpflichten[3084].

7.3.1.10 Kommunikation

Um den Erfolg des Angebotes sicherzustellen, muss die Kommunikation von Anbieter und Zielgesellschaft koordiniert werden. In diesem Sinne ist es empfehlenswert, bereits im Zusammenhang mit der Transaktionsvereinbarung ei-

---

3079 Vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2008, S. 8 ff.; Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems, S. 2 sowie S. 6 f. (www.sec.gov); vgl. Epper (2008), S. 144 ff.

3080 Tschäni/Diem (2005), S. 92 ff.; Schnydrig/Vischer (2006), S. 1194; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 61 ff.

3081 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.3.3.

3082 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (Sachverhaltsdarstellung G); weitere Beispiele der Kostenübernahme: Empfehlung der UEK vom 8. März 2006 i.S. Amazys (E.9); Empfehlung der UEK vom 13. Dezember 2005 i.S. Berna (E.8); vgl. Epper (2008), S. 151 ff.; zur Formulierung der Break-up-Fee-Vereinbarung im Einzelnen Gysi (2007), S. 3 f.

3083 Vgl. Schnydrig/Vischer (2006), S. 1192; vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 18 (www.sec.gov).

3084 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.5 vorne.

nen Kommunikationsplan zu definieren und möglichst frühzeitig gemeinsame Medienmitteilungen auszuarbeiten[3085].

Da die vorne dargestellte Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität die beteiligten Unternehmen dazu zwingen kann, die geplante Transaktion bzw. den Abschluss einer Transaktionsvereinbarung früher als geplant offenzulegen, empfiehlt es sich, auch ein „Crisis Communication Concept" zu erstellen, das in einem derartigen Fall eine schnelle Reaktion und eine Art. 72 KR entsprechende Information ermöglicht[3086].

7.3.1.11 Verhalten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bis zur Realisierung der Übernahme

Der Anbieter hat ein legitimes Interesse daran, dass sich die Zielgesellschaft und ihr Geschäft während der Zeit der Übernahme nicht wesentlich verändern. Daher wird in den meisten Transaktionsvereinbarungen vorgesehen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Geschäfte der Gesellschaft bis zum Vollzug des Angebotes bzw. zu dessen definitivem Scheitern nur im Sinne des ordentlichen Geschäftsganges führen und ohne Zustimmung des Anbieters keine Handlungen vornehmen darf, die über den gewöhnlichen Geschäftsgang des Unternehmens hinausgehen[3087]. Derartige Verpflichtungen sind zulässig, sofern sich der Verwaltungsrat das Recht vorbehält, von dieser Verpflichtung abzuweichen, wenn dies die Interessen des Unternehmens zwingend erfordern. Eine vertragliche Selbstbeschränkung in der Unternehmensführung, welche den Verwaltungsrat hindern würde, entsprechend seiner gesetzlichen Pflicht die Interessen der Gesellschaft zu wahren, wäre dagegen unzulässig[3088].

7.3.1.12 Einhaltung der Best-Price-Regel durch die Zielgesellschaft

Mit dem Abschluss einer Transaktionsvereinbarung gehört die Zielgesellschaft ebenfalls zum Kreis der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln[3089]. Da die Best-Price-Regel auch für Personen gilt, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, kann der Kauf von eigenen Aktien durch die Zielgesellschaft während des Angebotsverfahrens zur Erhöhung des Angebotspreises führen, den der Übernehmer zu zahlen hat[3090]. Um dies zu vermeiden, wird im

---

3085 Vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems vom 23. Juli 2005, S. 3 sowie S. 9; Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 6 sowie S. 18 (www.sec.gov).

3086 Dazu im Einzelnen Ziff. III.K.4.5.1.2.

3087 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (E.6.2.4); Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 60; Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.11.3.2); Epper (2008), S. 147 f.

3088 Vgl. Empfehlung XI der UEK vom 29. Januar 2007 i.S. SIG (E.6.10); vgl. Transaktionsvereinbarung zwischen Danaher und Leica Geosystems vom 25. Juli 2005, S. 2 ff.; Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys vom 30. Januar 2006, S. 11 ff.; Transaktionsvereinbarung zwischen InCentive und Smith & Nephew, S. 14 ff. (www.sec.gov).

3089 Dazu Ziff. III.F.3.2.

3090 Dazu Ziff. III.D.4.3.1 und III.F.3.2.

Normallfall in der Transaktionsvereinbarung vorgesehen, dass die Zielgesellschaft während der Zeit, in der die Best-Price-Regel gilt, gänzlich auf Käufe eigener Aktien verzichten muss oder aber keine Aktien zu einem Preis über dem Angebotspreis kaufen darf[3091].

7.3.2 Die Bindungswirkung von Transaktionsvereinbarungen

Eine Transaktionsvereinbarung tritt normalerweise mit der Genehmigung durch die Verwaltungsräte von Anbieter und Zielgesellschaft in Kraft[3092]. Auch nach der Zustimmung der Verwaltungsräte hat ein derartiger Vertrag aber nur eine beschränkte Wirkung, da die Übernahme allein von den individuellen Verkaufsentscheiden der Aktionäre der Zielgesellschaft abhängt und die Transaktionsvereinbarung selbst keine Übernahme bewirken kann. Daher hat eine Transaktionsvereinbarung in Bezug auf die Übernahme selbst immer nur den Charakter einer Absichtserklärung: Die Parteien können zwar rechtlich durchsetzbare Pflichten in Bezug auf die Vornahme von Vorbereitungshandlungen eingehen, die Übernahme selbst kann auf dieser Ebene aber nicht verbindlich vereinbart werden.

Die Transaktionsvereinbarung hat aber auch bezüglich der Zusicherungen, die der Anbieter in Bezug auf die zukünftige Organisation, Struktur und Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft macht, nur eine beschränkte Wirkung. Da der Anbieter nach Vollzug des Angebotes die Kontrolle über die Zielgesellschaft hat, kann er dafür sorgen, dass die Zielgesellschaft auf die entsprechenden vertraglichen Rechte verzichtet, sodass diese nie zur Anwendung kommen[3093].

3091 Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (Sachverhaltsdarstellung G); Empfehlung der UEK vom 9. August 2005 i.S. Leica (E.7.6.1); Tschäni/Diem (2005), S. 92; Tschäni/Iffland/Diem (2007), S. 61; Epper (2008), S. 146.

3092 Zur Kompetenz des Verwaltungsrates zum Abschluss von Transaktionsvereinbarungen Schnydrig/Vischer (2006), S. 1196 ff.; Epper (2008), S. 139 f.; Gysi (2007), S. 8.

3093 Epper (2008), S. 157.

IV. STEUERFRAGEN BEI ÖFFENTLICHEN ÜBERNAHMEANGEBOTEN

A. TRANSAKTIONSSTRUKTUREN UND AKTIONÄRSKATEGORIEN

Ein öffentliches Übernahmeangebot richtet sich an eine grosse Zahl von Aktionären, deren steuerliche Situation unterschiedlich ist, weshalb die Transaktion für jede einzelne Kategorie von Aktionären unterschiedliche Folgen haben kann. Bei der Beurteilung der steuerlichen Folgen eines öffentlichen Übernahmeangebotes müssen daher die Folgen für die einzelnen Kategorien analysiert werden[3094].

1. Transaktionsstrukturen

Je nach Transaktionsvariante wird eine öffentliche Übernahme in steuerlicher Hinsicht als Kauf von Aktien, als Umstrukturierung einer Gesellschaft im Sinne einer Quasifusion oder auch als Teilliquidation bewertet – der börsen- und zivilrechtlich einheitliche Begriff des öffentlichen Übernahmeangebotes wird damit steuerlich unterschiedlichen Regelungen unterworfen. Im Einzelnen hat diese unterschiedliche steuerliche Behandlung Rückwirkungen auf die Attraktivität öffentlicher Angebote für einzelne Gruppen von Aktionären und damit auch Rückwirkungen auf die Art, in der Übernahmeangebote strukturiert werden. Die folgenden Transaktionsvarianten weisen in steuerlicher Hinsicht relevante Unterschiede auf, weshalb sie bei der nachfolgenden Analyse der steuerlichen Konsequenzen jeweils einzeln behandelt werden[3095]:

1.1 Barangebot

Bei dieser Transaktionsstruktur erhalten die Aktionäre der Zielgesellschaft für ihre Aktien einen Barbetrag. Damit realisiert der Aktionär der Zielgesellschaft beim Vollzug des öffentlichen Angebotes den Wert der Aktien in gleicher Weise wie bei einem Verkauf an der Börse. In steuerlicher Hinsicht entsteht ein Kapitalgewinn bzw. -verlust, der je nach Steuerstatus des Empfängers unterschiedliche Steuerfolgen auslöst[3096].

1.2 Tauschangebot

Erhält der Aktionär der Zielgesellschaft bei einem Tauschangebot Aktien des Anbieters, so liegt in steuerlicher Hinsicht kein Verkauf, sondern in der Regel eine fusionsähnliche Transaktion vor, bei der die Aktionäre der Zielgesell-

---

3094 Vgl. zu diesen Überlegungen Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 282.

3095 Vgl. Tschäni (2003a), S. 387 ff., der in steuerlicher Hinsicht allerdings nur zwischen Barangeboten und Tauschangeboten unterscheidet.

3096 Die steuerlichen Ausführungen über Barangebote gelten auch für Barzahlungen im Rahmen einer Kraftloserklärung im Sinne von Art. 33 BEHG (dazu im Einzelnen Ziff. III.G.6), da der Preis der Aktie bei der Kraftloserklärung vom Anbieter bezahlt wird und es in steuerlicher Hinsicht irrelevant ist, ob die Veräusserung freiwillig oder zwangsweise durch Urteil im Rahmen eines Kraftloserklärungsverfahrens erfolgt, Betschart (2006), S. 90 ff. Soweit im Kraftloserklärungsverfahren keine Barzahlung erfolgt, sondern im Sinne eines Tauschangebotes Wertschriften abgegeben werden, so gelten die Ausführungen über Tauschangebote. Böckli (1998a), S. 29 f.

schaft ihre Beteiligung in wirtschaftlicher Betrachtung fortsetzen[3097]. Wegen der Kontinuität der Beteiligung führt die Annahme eines Tauschangebotes – anders als ein Verkauf – im Allgemeinen nicht zu einer steuerlichen Realisierung der beim Vollzug des Tauschangebotes eingelieferten Aktien[3098].

Tauschangebote, bei denen der Aktionär der Zielgesellschaft keine Aktien erhält, sondern Obligationen, andere Schuldtitel oder Optionen, werden dagegen steuerlich als Verkauf behandelt, da der Aktionär bei diesen Transaktionen seine Beteiligung nicht fortsetzt und somit den Aktienwert in steuerlicher Hinsicht realisiert[3099]. Für derartige Transaktionen gelten daher in steuerlicher Hinsicht die Regeln über Barangebote.

Führt die übernehmende Gesellschaft zunächst ein Tauschangebot durch und absorbiert sie danach die Zielgesellschaft durch eine Fusion, so wird die gesamte Transaktion aufgrund einer wirtschaftlichen Betrachtung steuerlich als Fusion behandelt, sofern die Absorptionsfusion innert fünf Jahren nach dem Vollzug des Tauschangebotes vollzogen wird[3100]. Wie hinten in Ziff. IV.B.1.1.2 dargestellt, hat diese Umqualifikation einschneidende Folgen für die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft, soweit es sich um in der Schweiz domizilierte Privatpersonen handelt, welche die betreffenden Aktien im Privatvermögen hielten.

1.3 Rückkauf eigener Aktien

Der Rückkauf eigener Aktien stellt – falls er öffentlich angekündigt wird – ebenfalls ein öffentliches Angebot im Sinne von Art. 22 BEHG dar[3101]. In steuerlicher Hinsicht unterscheidet sich der Rückkauf eigener Aktien jedoch stark von Bar- oder Tauschangeboten eines Dritten, da die Aktionäre beim Rückkauf eigener Aktien eine Leistung der Gesellschaft selber erhalten, während sie bei Tausch- oder Barangeboten eine Leistung eines Dritten erhalten. In dem Masse, in dem der Kaufpreis den Nominalwert der zurückgekauften Aktien übersteigt, liegt eine Reservenausschüttung, d.h. ein Kapitalertrag vor, der je nach Steuerstatus des betreffenden Aktionärs zu unterschiedlichen steuerlichen Folgen führt.

1.4 Ausschüttung der Zielgesellschaft im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten

Manchmal wird ein öffentliches Übernahmeangebot so strukturiert, dass die Zielgesellschaft selbst vor dem Vollzug der Übernahme aus ihrem eigenen

---

3097 Zu den Voraussetzungen einer Quasifusion Ziff. IV.B.2.2.

3098 Zur dogmatischen Begründung Jung (2005), S. 398 ff.; Böckli (1998a), S. 5 ff.; vgl. Spori/Gerber (2003), S. 690 ff.; die steuerrechtlichen Ausführungen zum Tausch gelten auch insofern, als ein Tauschangebot im Rahmen einer Kraftloserklärung gemäss Art. 33 BEHG durchgeführt wird. Betschart (2006), S. 90 ff.; Böckli (1998a), S. 29 f.

3099 Vgl. Böckli (1998a), S. 13.

3100 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45.

3101 Vgl. dazu Ziff. III.B.4.

Vermögen eine Sonderdividende zahlt[3102]. Derartige Ausschüttungen unterstehen den gleichen steuerlichen Regeln wie normale Dividenden.

2. Aktionärskategorien

Die steuerlichen Auswirkungen einer Transaktion hängen allerdings nicht allein von der Transaktionsstruktur ab, sondern auch vom Steuerstatus des Aktionärs. Dabei muss zwischen folgenden Kategorien von Aktionären unterschieden werden:

- natürliche Personen, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen,
- natürliche Personen, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen[3103],
- Kapitalgesellschaften, Domizil Schweiz,
- ausländische Aktionäre.

Wie im Folgenden zu zeigen ist, haben die verschiedenen Transaktionsstrukturen unterschiedliche Auswirkungen auf diese Aktionärskategorien, wobei gewisse Transaktionen, die für eine Kategorie steuerlich ungünstig sind, für eine andere Kategorie von Aktionären attraktiv sein können. Hauptgrund der Unterscheidung der einzelnen Aktionärskategorien ist die unterschiedliche Erfassung von Gewinnen bzw. Erträgen auf Privat- und Geschäftsvermögen: Im Privatvermögen gilt das Nominalwertprinzip, demgemäss jede Leistung der Gesellschaft, die über die Rückzahlung des Nominalwertes hinausgeht, unabhängig vom Einstandspreis der Aktien und vom Einfluss dieser Leistung auf den Aktienkurs als steuerbarer Vermögensertrag betrachtet wird, während Leistungen Dritter, die diese als Gegenleistung für den Verkauf erbringen, als steuerfreier Kapitalgewinn qualifiziert werden. Im Bereich des Geschäftsvermögens, d.h. für Privatpersonen mit Geschäftsvermögen und juristische Personen, gilt dagegen das Buchwertprinzip, d.h., steuerbar ist der in der Buchhaltung ausgewiesene Gesamtgewinn unabhängig davon, ob dieser auf Leistungen der Gesellschaft, d.h. auf Kapitalerträgen, oder auf Gegenleistungen Dritter aus dem Verkauf von Aktien, d.h. auf Kapitalgewinnen, basiert.

Neben den oben dargestellten Kategorien von Aktionären, die unterschiedlich besteuert werden, existiert aber auch eine grosse Zahl von steuerbefreiten institutionellen Anlegern. Eine sehr grosse Bedeutung im Kapitalmarkt haben dabei die schweizerischen Pensionskassen und ihre Anlagestiftungen, die weder auf Kapitalgewinnen noch auf Ausschüttungen besteuert werden. Da sie ausserdem berechtigt sind, die Verrechnungssteuer vollumfänglich zurückzufordern, sind sie von sämtlichen sonst für Aktionäre relevanten Steuern befreit. Diese steuerbefreiten institutionellen Anleger haben gerade bei öffentlichen Angeboten eine wichtige Funktion, da sie, wie hinten dargestellt, einen

---

3102 Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger, Luwa (E.5.2).

3103 Vgl. zur Unterscheidung von Privat- und Geschäftsvermögen Ziff. IV.B.1.2 hinten.

Arbitragemarkt ermöglichen: Sie kaufen vor dem Vollzug einer Transaktion, die sich für einzelne Kategorien von Aktionären steuerlich ungünstig auswirkt, häufig deren Aktien für einen Preis knapp unter dem Angebotspreis und reichen dann selbst die Aktien dem Anbieter ein, ohne steuerliche Nachteile zu erleiden. In diesem Arbitragemarkt können die betreffenden steuerbefreiten institutionellen Anleger einen Gewinn in der Höhe der Differenz zwischen Kaufpreis und Angebotspreis realisieren. Dieser Markt ermöglicht es aber vor allem den Aktionären, für die eine Annahme des Angebotes steuerlich ungünstiger ist als ein Verkauf an Dritte, trotz ihrer steuerlichen Nachteile in wirtschaftlicher Hinsicht den grössten Teil der finanziellen Vorteile des Angebotes zu realisieren.

B. EINKOMMENS- UND GEWINNSTEUERN

1. Barofferten

Bei einer Barofferte ergeben sich für die Aktionäre folgende steuerlichen Konsequenzen:

1.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen

1.1.1 Der Grundsatz: Steuerfreiheit privater Kapitalgewinne

Wenn eine natürliche Person für Aktien, die sie in ihrem Privatvermögen hält[3104], eine Barofferte annimmt, so treten die gleichen Steuerfolgen ein wie beim Verkauf der Aktien an der Börse: Falls der Verkaufspreis den früheren Kaufpreis übersteigt, realisiert die betreffende Person einen privaten Kapitalgewinn, der gemäss Art. 16 Abs. 3 DBG bzw. Art. 7 Abs. 4 lit. b StHG steuerfrei bleibt[3105]. Sollte die Annahme des Barangebotes dagegen zu einem Verlust führen, so stellt dieser Verlust ebenfalls das Resultat privater Kapitalanlage dar und kann nicht vom steuerbaren Einkommen abgezogen werden[3106].

Sollte die Zielgesellschaft vor dem Angebot noch eine Dividende ausschütten, so stellt diese steuerbares Einkommen im Sinne von Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG und Art. 7 Abs. 1 StHG dar, unabhängig davon, dass die Zahlung Teil des gesamten „Entschädigungspaketes" für die Aktionäre der Zielgesellschaft darstellt[3107].

1.1.2 Besteuerung bei indirekter Teilliquidation

Der Grundsatz, dass im Rahmen des Privatvermögens realisierte Kapitalgewinne steuerfrei sind, wird allerdings durchbrochen, falls die Transaktion so strukturiert wird, dass eine indirekte Teilliquidation im Sinne von Art. 20a

---

3104 Vgl. zur Abgrenzung zwischen Privat- und Geschäftsvermögen Ziff. IV.B.1.2 hinten.

3105 Betschart (2006), S. 91; Tschäni (2003a), S. 388; Zum Prinzip des steuerfreien Kapitalgewinnes: Höhn/Waldburger (2002), Bd. I, S. 297; Reich, Kommentar Steuerrecht, N. 43 ff., S. 16 DGB; Reich, Kommentar Steuerrecht, N. 82 zu Art. 7 StHG; die Steuerfreiheit des privaten Kapitalgewinnes wird von verschiedener Seite allerdings als systemwidrige Ausnahme vom Grundsatz der Gesamteinkommensbesteuerung kritisiert (vgl. BGE 115 1B 382 mit weiteren Verweisen, vgl. auch StR 2004, S. 742); zur Rechtfertigung vgl. BGE 114 1A, 221; Filli (1997), S. 435 ff.

3106 Tschäni (2003a), S. 388; Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 280; Sautter/Weidmann, BSK**,** N. 37 vor Art. 3 FusG. Greter (1998), S. 85.

3107 Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 280. Nach dem im Bereich des Privatvermögens geltenden „Nominalwertprinzips" gelten alle geldwerten Leistungen der Gesellschaft, die keine Rückzahlung von Nennwert darstellen, als steuerbares Einkommen; zu diesem Prinzip Locher, Kommentar Steuerrecht, N. 13 f. zu Art. 20 DBG. Reich, Steuern I, S. 114.

Abs. 1 lit. a DBG vorliegt[3108]. Diese Bestimmung führt im Wesentlichen dann zu einer Besteuerung, wenn der Käufer den Kaufpreis indirekt aus den im Zeitpunkt des Verkaufes bestehenden Reserven der zu verkaufenden Gesellschaft steuerfrei refinanziert und daher in wirtschaftlicher Betrachtung kein Kapitalgewinn, sondern eine Ausschüttung dieser Reserven vorliegt[3109]. Im Einzelnen müssen nach dieser Bestimmung folgende Bedingungen erfüllt sein, damit es zu einer Besteuerung kommt:

1.1.2.1 Verkauf einer Beteiligung von mindestens 20%

Gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG kann es nur zur Besteuerung kommen, wenn eine Beteiligung von mindestens 20% am Kapital einer Gesellschaft verkauft wird. Wenn eine kleinere Beteiligung verkauft wird, bleibt der Gewinn des Verkäufers auch dann steuerfrei, wenn der Kaufpreis nach dem Vollzug des Kaufs durch vorbestehende Reserven der betreffenden Gesellschaft steuerfrei refinanziert wird[3110].

Gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG werden aber nicht nur Transaktionen erfasst, bei denen ein einzelner Verkäufer 20% des Aktienkapitals einer Gesellschaft verkauft, sondern auch Transaktionen, bei denen entweder der gleiche Verkäufer innerhalb von fünf Jahren mit mehreren einzelnen Transaktionen gesamthaft diese Grenze überschreitet oder aber mehrere Verkäufer innert fünf Jahren gemeinsam über 20% des Aktienkapitals verkaufen. Im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten stellt sich damit die Frage, ob Verkäufe von Aktionären, die parallel, aber ohne bewusstes Zusammenwirken, ein öffentliches Angebot annehmen, addiert werden müssen. Da das in Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG verwendete Wort „gemeinsam" ein bewusstes Zusammenwirken der einzelnen Verkäufer voraussetzt, kann es m.E. nicht zu einer Besteuerung kommen, wenn einzelne Verkäufer ohne bewusstes Zusammenwirken ihre Aktien in parallelen Transaktionen dem Käufer verkaufen[3111]. Das Element des Zusammenwirkens zwischen verschiedenen Verkäufern fehlt aber gerade bei einem öffentlichen Übernahmeangebot: Die einzelnen Aktionäre nehmen das Angebot ohne Koordination untereinander allein für ihren eigenen Aktienbesitz an und wissen weder, ob andere natürliche Personen das Angebot ebenfalls

---

3108 Für den kantonalen Bereich gilt Art. 7a Abs. 1 StHG, der inhaltlich gleich formuliert ist. Beide Bestimmungen wurden mit dem Bundesgesetz über dringende Anpassung bei der Unternehmensbesteuerung eingeführt, mit dem das Parlament auf die massive Ausdehnung der Theorie der indirekten Teilliquidation durch das Bundesgericht und die EStV reagierte: vgl. zu dieser Praxis BGE 2A.331/2003; Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007. Reich, Steuern I, S. 114.

3109 Vgl. zur Entwicklung der Theorie der indirekten Teilliquidation BGer 2A.331/2003 mit weiteren Verweisen Reich, Kommentar Steuergesetz, N. 72 ff. zu Art. 20 DBG; Schenker (2006), S. 230 ff.

3110 Der Gesetzestext bezieht sich auf das Kapital der betreffenden Gesellschaft und nicht auf die Stimmrechte; vgl. Entwurf des Kreisschreibens Nr. 14 der EStV, Ziff. 3.2 und 4.2.

3111 Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.2; eine andere Ansicht vertrat die EStV noch im Entwurf des Kreisschreibens Nr. 14 der EStV vom 10. November 2006, wobei die EStV damit argumentiert, dass der „gemeinsame Verkauf" eine objektive Tatsache sei, die keine Koordination auf Seiten der verschiedenen Verkäufer voraussetzte und auch keine Mitwirkung implizierte.

annehmen, noch ob die Verkäufe dieser Personen 20% des Aktienbesitzes übersteigen. Damit kann es beim öffentlichen Angebot nur für diejenigen natürlichen Personen zu einer Besteuerung kommen, die entweder einzeln oder im Rahmen einer Gruppe im Sinne von Art. 15 BEHV-EBK[3112] mindestens 20% der Aktien halten und diese auch dem Anbieter verkaufen[3113].

1.1.2.2 Verkauf in das Geschäftsvermögen einer natürlichen oder juristischen Person

Basis der indirekten Teilliquidation ist, dass der Käufer Ausschüttungen der gekauften Gesellschaft steuerfrei entgegennehmen kann. Dies ist nur möglich, wenn der Käufer entweder eine juristische Person ist, die auf Dividendeneinkünften den Beteiligungsabzug geltend machen und deshalb die Ausschüttungen der gekauften Gesellschaft vereinnahmen kann, oder aber eine natürliche Person, welche die Aktien im Geschäftsvermögen hält und deshalb bei der Ausschüttung von vorbestehenden Reserven zur Kompensation des Dividendeneingangs eine Abschreibung machen kann[3114]. Daher kann es von vornherein nur zu einer Besteuerung kommen, wenn eine natürliche Person Aktien aus dem Privatvermögen an eine juristische Person oder aber in das Geschäftsvermögen einer natürlichen Person verkauft[3115]. Bei öffentlichen Angeboten ist diese Voraussetzung im Allgemeinen erfüllt, da diese praktisch ausnahmslos von juristischen Personen, d.h. den Akquisitionsgesellschaften der Erwerber, gemacht werden.

1.1.2.3 Bestand von ausschüttungsfähigen Reserven und nicht betriebsnotwendigen Mitteln im Zeitpunkt des Verkaufs

Die Besteuerung nach Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG kann nur Platz greifen, wenn die verkaufte Gesellschaft im Zeitpunkt des Verkaufs über ausschüttungsfähige Reserven und nicht betriebsnotwendige Mittel verfügt. Im Einzelnen müssen deshalb folgende Bedingungen erfüllt sein:

- Handelsrechtlich ausschüttungsfähige Reserven im Zeitpunkt des Verkaufs

  Die Zielgesellschaft muss im Zeitpunkt, in dem das öffentliche Angebot vollzogen wird, über ausschüttungsfähige Reserven verfügen. Der im Gesetzestext verwendete Begriff „handelsrechtlich ausschüttungsfähig“ erfordert, dass die Zielgesellschaft in ihrer letzten handelsrechtlichen Jahresrechnung[3116] vor dem Vollzug des öffentlichen Angebotes freie Reser-

---

3112 Im Rahmen einer derartigen Gruppe ist das Element des „gemeinsamen“ Handelns gegeben, da das Handeln in gemeinsamer Absprache bzw. die Unterordnung des einzelnen Aktionärs unter die Interessen der Gruppe, wie in Ziff. II.4 dargestellt, zentrales Kriterium für das Vorliegen einer Gruppe ist.

3113 Kreisschreiben der EStV Nr. 14 vom 6. November 2007, Ziff. 4.2.

3114 BGE 115 1B 254; vgl. Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 3.3, das darauf hinweist, dass der Systemwechsel vom Nennwert- ins Buchwertprinzip, d.h. vom Privatvermögen in das Geschäftsvermögen einer natürlichen oder juristischen Person, entscheidend ist.

3115 Reich, Kommentar Steuerrecht, N. 84 zu Art. 20 DBG; vgl. StE B24.4 Nr. 53.

3116 Handelsrechtlicher Einzelabschluss nach Gewinnverteilung.

ven oder Gewinnvorträge auswies, da gemäss Art. 675 Abs. 2 OR nur diese ausgeschüttet werden können[3117]. Die zwischen dem Bilanztermin und dem Vollzug zusätzlich aufgelaufenen Gewinne sind dagegen nicht ausschüttungsfähig, da gemäss Art. 675 Abs. 2 OR nur Reserven bzw. Gewinnvorträge ausgeschüttet werden können, die in einer von der Generalversammlung genehmigten Bilanz ausgewiesen worden sind[3118].

Als ausschüttungsfähig gelten allerdings nicht nur die freien Reserven und Gewinnvorträge, sondern auch die allgemeine gesetzliche Reserve, soweit sie bei operativen Gesellschaften 50% des Aktienkapitals und bei Holdinggesellschaften 20% des Aktienkapitals überschreitet[3119]. Die spezielle gesetzliche Reserve für eigene Aktien gemäss Art. 671a OR oder Reserven, die durch die Aufwertung von Liegenschaften und Beteiligungen gemäss Art. 671b OR geschaffen wurde, ist dagegen unabhängig von ihrer Höhe nicht ausschüttungsfähig und kann deshalb auch im Rahmen von Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG nicht berücksichtig werden[3120].

Da sich der Text von Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG ausdrücklich auf handelsrechtliche ausschüttungsfähige Reserven bezieht, werden die stillen Reserven der Zielgesellschaft nicht erfasst. Das Gleiche gilt auch für allfällige Reserven bei Tochtergesellschaften. Auch diese werden in der handelsrechtlichen Bilanz der Zielgesellschaft nicht ausgewiesen, da die Tochtergesellschaft in der Bilanz der Zielgesellschaft mit einem Beteiligungswert geführt wird und das bei den Tochtergesellschaften vorhandene Eigenkapital keinen direkten Einfluss auf die Gestaltung der Bilanz bzw. den Eigenkapitalausweis der Zielgesellschaft hat.

- Nicht betriebsnotwendige Mittel im Zeitpunkt des Verkaufs

3117 Vgl. Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.6.2; die EStV stellt auf den Bestand des Eigenkapitals ab, der „in der letzten handelsrechtskonformen Bilanz ausgewiesen" wurde.

3118 M.E. ist es allerdings nicht möglich, die Besteuerung dadurch zu vermeiden bzw. zu reduzieren, dass die Erstellung des Jahresabschlusses hinausgezögert wird. Dieser muss gemäss Art. 699 Abs. 2 OR spätestens sechs Monate nach Schluss des Geschäftsjahres vorliegen, da in diesem Zeitpunkt eine ordentliche Generalversammlung durchgeführt werden muss, die gemäss Art. 698 Abs. 2 OR über die Genehmigung der Jahresrechnung Beschluss fassen muss. Wird eine Transaktion nach diesem Zeitpunkt durchgeführt, ohne dass eine von der Generalversammlung genehmigte Bilanz vorliegt, so kann daher unabhängig von der Genehmigung durch die Generalversammlung von dem am letzten Bilanzstichtag ausgewiesenen Stand der ausschüttungsfähigen Reserven ausgegangen werden. Andernfalls könnten die steuerpflichtigen Personen in steuerlicher Hinsicht von der Verletzung gesellschaftsrechtlicher Verpflichtungen profitieren, was eine Steuerumgehung darstellen würde.

3119 Art. 671 Abs. 3 bzw. 4 OR; in der aktienrechtlichen Literatur ist umstritten, ob auch die allgemeine gesetzliche Reserve, die aus einem Agio bei einer Kapitalerhöhung entstanden ist, ausschüttungsfähig ist; nach herrschender Lehre gilt diese Reserve aber als gewöhnliche gesetzliche Reserve und ist daher in den vorne angegebenen Grenzen ausschüttungsfähig, weshalb sie im Rahmen von Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG berücksichtigt werden muss. Vgl. Kreisschreiben Nr. 14 der EStv vom 6. November 2007, Ziff. 4.6.2.

3120 Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.6.2.

Die Besteuerung kann nach dem Gesetzestext nur soweit greifen, als die verkaufte Gesellschaft im Zeitpunkt des Verkaufs auch finanziell in der Lage war, eine Ausschüttung vorzunehmen, d.h. über nicht betriebsnotwendige Aktiven verfügte. Massstab für die Frage, ob Aktiven für den Betrieb der Zielgesellschaft notwendig sind, ist die tatsächliche Aktivität der Zielgesellschaft im Sinne des steuerrechtlichen Betriebsbegriffes[3121] und nicht der oft sehr breit formulierte Gesellschaftszweck oder sogar die Pläne der Gesellschaft für ihre weitere Tätigkeit. Dies führt dazu, dass nur Aktiven als betrieblich notwendig gelten, die für eine tatsächlich ausgeübte betriebliche Aktivität notwendig sind, wobei auch Tochtergesellschaften und Beteiligungen an Gesellschaften, die führungsmässig in einen Konzern eingebunden sind, als betrieblich notwendige Aktiven gelten. Als nicht betriebsnotwendig gelten dagegen Wertschriften, Finanzbeteiligungen sowie nicht betrieblich genutzte Liegenschaften[3122]. Das Gleiche gilt auch für Liquidität, soweit diese über den betriebsnotwendigen Bestand hinaus geht, wobei 10% des jährlichen Betriebsaufwandes als betriebsnotwendig betrachtet werden können[3123]. Auch nicht betriebsnotwendige Aktiven von Tochtergesellschaften müssen berücksichtigt werden, sofern die verkaufte Gesellschaft durch Stimmenmehrheit eine Ausschüttung dieser Mittel herbeiführen kann und die betreffenden Mittel von der Tochtergesellschaft nach den anwendbaren handelsrechtlichen Vorschriften tatsächlich ausgeschüttet werden dürfen[3124]. Für die Bemessung der nicht betriebsnotwendigen Mittel muss daher – im Gegensatz zur Bemessung der handelsrechtlich ausschüttungsfreien Reserven – auf eine konsolidierte Betrachtung der Zielgesellschaft abgestellt werden[3125], wobei die Verkehrswerte der nicht betriebsnotwendigen Aktiven massgebend sind[3126].

Der Betrag der beim Vollzug des Angebotes vorhandenen ausschüttungsfähigen Reserven und nicht betriebsnotwendigen Aktiven der Zielgesellschaft be-

---

3121 Vgl. Kreisschreiben Nr. 5 der EStV vom 1. Juni 2004.

3122 Das betriebliche Umlaufvermögen, d.h. Vorräte, Debitoren und übrige Forderungen, müssen wie das betriebliche Anlagevermögen als betriebsnotwendige Mittel betrachtet werden; allenfalls kann aber eine im Vergleich zu Vorjahren unnatürliche Aufblähung des Nettoumlaufvermögens (hervorgerufen z.B. durch die sofortige Zahlung von Kreditoren und die Verschleppung der Debitoren) unter dem Umgehungstatbestand zu einer Aufrechnung bei den nicht betriebsnotwendigen Aktiven führen.

3123 Dieser Prozentsatz ergibt sich in Anlehnung an die Vorschläge des Bundesrates im Rahmen der Unternehmenssteuerreform II. Botschaft Unternehmenssteuerreform II, BBI 2005, S. 4805.

3124 Der Entwurf des Kreisschreibens Nr. 14 vom 6. November 2007 geht allerdings weiter, da die gesamte nicht betriebsnotwendige Substanz von Gesellschaften einbezogen wird, welche im Sinne von Art. 61 Abs. 3 DBG unter einheitlicher Leitung der verkauften Gesellschaft stehen. Diese Definition ist m.E. zu breit, da nicht betriebsnotwendige Mittel nur dann relevant sein können, wenn sie der verkauften Gesellschaft tatsächlich zur Verfügung stehen und von dieser auch zur Refinanzierung des Kaufpreises ausgeschüttet werden können.

3125 Diese Art der Konsolidierung stimmt allerdings nicht vollumfänglich mit der Konsolidierung nach IRFS überein, da der Einbezug der Mittel von Tochtergesellschaften ,wie oben dargestellt, dort eine Grenze findet, wo die betreffenden Mittel von der Tochtergesellschaft mangels ausschüttungsfähiger Reserven aus rechtlichen Gründen nicht ausgeschüttet werden können.

3126 Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.6.3.

schränkt den Betrag des steuerbaren Einkommens, der sich für die verkaufenden Aktionäre ergeben kann, wobei jeweils der tiefere Betrag als Höchstgrenze der möglichen Besteuerung gilt. Daher kommt es von vornherein – und unabhängig von der späteren Refinanzierung des Kaufpreises – nicht zu einer Besteuerung, wenn die Zielgesellschaft im Zeitpunkt des Vollzugs des öffentlichen Angebotes keine handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Reserven aufweist. Es kann aber auch nicht zur Besteuerung kommen, wenn die Zielgesellschaft in ihren Passiven zwar ausschüttungsfähige Reserven aufweist, aber im Zeitpunkt des Verkaufs keine nicht betriebsnotwendigen Aktiven aufweist, weil sie die gesamten erarbeiteten Mittel zur Expansionsfinanzierung verwendet hat.

Da es sich bei den handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Reserven und den nicht betriebsnotwendigen Mitteln um Tatbestandselemente handelt, die Voraussetzung für das Entstehen einer Steuerforderung sind, müssen sie von den Steuerbehörden nachgewiesen werden. Die Ansicht der EStV, dass eine Vermutung dafür bestehe, dass eine Gesellschaft im Betrag der handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Reserven auch nicht betriebsnotwendige Substanz habe[3127], ist dagegen m.E. unzulässig. Einer derartigen Vermutung, die zu einer Beweislastumkehrung führen und den Steuerpflichtigen zum Nachweis zwingen würde, dass im Zeitpunkt des Vollzugs des Angebotes keine nicht betriebsnotwendigen Mittel vorhanden waren, fehlt jede rechtliche Grundlage. Diese Vermutung lässt sich aber auch nicht mit allgemeiner Lebenserfahrung begründen, da das typische Unternehmen die nicht ausgeschütteten Gewinne zur Eigenfinanzierung seiner Unternehmenstätigkeit verwendet und nicht zum Erwerb nicht betriebsnotwendiger Aktiven, sodass die natürliche Vermutung sogar tendenziell gegen die von der EStV aufgestellte Vermutung spricht.

1.1.2.4 Ausschüttung der vorbestehenden Reserven innert fünf Jahren

1.1.2.4.1 Die Ausschüttungsfrist von fünf Jahren

Die Besteuerung wird dadurch ausgelöst, dass die Zielgesellschaft innert fünf Jahren Reserven ausschüttet, welche bereits im Zeitpunkt des Vollzug des Angebotes bestanden haben[3128]. Bei einem derartigen engen zeitlichen Zusammenhang zwischen der Ausschüttung bestehender Reserven und dem Vollzug des Angebotes kann angenommen werden, dass der Käufer den Kaufpreis mittels dieser Ausschüttung tatsächlich refinanziert und der Verkäufer damit in wirtschaftlicher Betrachtung durch die Kaufpreiszahlung indirekt Reserven der verkauften Gesellschaft erhalten hat.

3127 Kreisschreibens Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.6.3.

3128 Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.4.

Die Fünf-Jahres-Frist beginnt im Zeitpunkt, in dem die qualifizierte Beteiligung von 20% verkauft worden ist, d.h. bei einem öffentlichen Angebot im Zeitpunkt, in dem dieses vollzogen wird[3129].

1.1.2.4.2 Die Ausschüttung vorbestehender Reserven

Eine Ausschüttung wird dann von Art. 20 Abs. 1 lit. a DBG erfasst, wenn sie zulasten der vorbestehenden Reserven gebucht wird bzw. im Falle verdeckter Ausschüttungen in dieser Weise gebucht werden müsste. Werden Ausschüttungen dagegen zulasten von Gewinnen vorgenommen, die nach dem Zeitpunkt der Veräusserung erzielt werden, kann es nicht zu einer Besteuerung kommen[3130]. Dies ermöglicht es dem Übernehmer, den Kaufpreis durch die zukünftigen Gewinne des gekauften Unternehmens zu refinanzieren, ohne dass dies beim Verkäufer negative Steuerfolgen auslöst. M.E. ist dabei die Ausschüttung aller Gewinne zulässig, die nach dem letzten, dem Verkauf vorhergehenden Bilanztermin erzielt wurden. Gewinne, die nach dem Bilanztermin erzielt werden, sind im Zeitpunkt des Verkaufs handelsrechtlich nicht ausschüttungsfähig, da eine Ausschüttung nur aufgrund einer ordentlichen von der Generalversammlung genehmigten Jahresrechnung erfolgen kann, bei der die betreffenden Gewinne als freie Reserven bzw. Gewinnvortrag im Sinne von Art. 675 Abs. 2 OR gebucht worden sind[3131].

Die Ausschüttung kann dadurch erfolgen, dass die gekaufte Gesellschaft eine Dividende zulasten der bereits im Verkaufszeitpunkt bestehenden Reserven ausschüttet, was in der Praxis als „Substanzdividende“ bezeichnet wird[3132]. Letztlich löst aber jeder Vorgang eine Besteuerung aus, der zu einer Auflösung der vorbestehenden Reserven und einem Transfer der betreffenden Mittel zum Käufer führt. Damit wird insbesondere auch die Fusion zwischen Anbieter und Zielgesellschaft sowie die Liquidation[3133] der Zielgesellschaft erfasst[3134].

3129 Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.4, vgl. StE 2005 A24.21 Nr. 16 (BGE IIP.323/2003 vom 7. Mai 2005).

3130 Normalerweise wird eine Gesellschaft Gewinnvorträge und freie Reserven in ihrer handelsrechtlichen Bilanz nicht gesondert nach dem Zeitpunkt ihrer Entstehung ausweisen, sodass nicht ersichtlich ist, ob zulasten vorbestehender Reserven oder neu entstandener Reserven ausgeschüttet wird. Im Sinne einer natürlichen Vermutung kann jedoch davon ausgegangen werden, dass nach einem Kauf sämtliche Ausschüttungen zulasten von Gewinnen gemacht werden, die nach dem Zeitpunkt des Verkaufs angefallen sind; damit kommt es nur zur Besteuerung, wenn die Ausschüttungen nach dem Verkauf über die nach diesem Zeitpunkt ausgewiesenen handelsrechtlichen Gewinne hinausgehen. Bei einer Transaktion, die grundsätzlich zur Besteuerung gemäss Art. 20 Abs. 1 lit. a DBG führen kann, da die übrigen Kriterien erfüllt sind, empfiehlt es sich aber dennoch, alte und neue Reserven getrennt auszuweisen, um für die Steuerbehörden klare Verhältnisse zu schaffen.

3131 Vgl. Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.6.2.

3132 Vgl. Entwurf des Kreisschreiben Nr. 7 der EStV vom 14. Februar 2005, Ziff. 3.2.4. Die Going-Private-Transaktionen bei Hilti AG und Zellweger Luwa AG wurden z.B. in dieser Weise finanziert, beschrieben in Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 279 f.

3133 Vgl. StE 1994 B24.4 Nr. 34, Schenker (2006), S. 233.

3134 StE B24.4 (1994) Nr. 34; vgl. Lengnauer/Utzinger/Morf (2003), S. 279, die eine derartige Fusion als Möglichkeit zur Finanzierung einer Übernahme darstellen.

1.1.2.5 Mitwirkung des Verkäufers bei der Ausschüttung

Zur Besteuerung kann es gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG[3135] nur kommen, wenn der Verkäufer bei der Ausschüttung mitwirkt. Eine derartige Mitwirkung liegt vor, wenn der Verkäufer selber die Ausschüttung vorbereitet, indem er z.B. vor dem Vollzug des Verkaufs schon die für eine Fusion, Liquidation oder Ausschüttung gesellschaftsrechtlich notwendigen Schritte einleitet[3136]. Eine derartige aktive Mitwirkung ist aber nicht Voraussetzung der Besteuerung; zur Besteuerung genügt es gemäss Art. 20a Abs. 2 DBG bereits[3137], dass der Verkäufer weiss oder wissen müsste, dass der verkauften Gesellschaft zwecks Finanzierung des Kaufpreises Mittel entnommen werden[3138]. Damit ist das Erfordernis der Mitwirkung erfüllt, wenn der Verkäufer aufgrund des Verhältnisses zwischen Kaufpreis einerseits und eigenen Mitteln der Käuferin sowie dem zukünftigen Gewinn der verkauften Gesellschaft andererseits erkennen muss, dass der Kaufpreis weder aus den eigenen Mitteln der Käuferin bezahlt noch aus den zukünftigen Gewinnen der gekauften Gesellschaft innert vernünftiger Zeit amortisiert werden kann[3139].

Bei öffentlichen Angeboten wirkt der einzelne Aktionär der Zielgesellschaft normalerweise nicht bei der Gestaltung des Angebotes bzw. seiner Finanzierung mit, weshalb die aktive Mitwirkung im Allgemeinen schon von vornherein ausscheidet[3140]. Zu einer „passiven" Mitwirkung durch Kenntnis der Refinanzierung mit Gesellschaftsmitteln kann es aber kommen, wenn die Aktionäre der Zielgesellschaft aus dem Angebotsprospekt ersehen können, dass der Anbieter plant, den Kauf mit den Mitteln der Zielgesellschaft zu refinanzieren, bzw. die Liquidation oder Fusion der Zielgesellschaft plant. Gibt der Angebotsprospekt hingegen keine derartigen Hinweise, so kann es m.E. gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft selbst dann nicht zu einer Umqualifikation von steuerfreien Kapitalgewinnen in steuerbares Einkommen kommen, wenn die Mittel der Zielgesellschaft später tatsächlich für die Finanzierung des Kaufpreises eingesetzt werden.

Die Art der Finanzierung des Angebotes und die Pläne, die der Anbieter mit der Zielgesellschaft hat, müssen gemäss Art. 20 bzw. 23 UEV-UEK im Ange-

---

3135 Vgl. StE B24.4 (2002) Nr. 63; ASA 60, 537; ASA 59, 717.

3136 Vgl. BGE 115 1b S. 254, StE 1991 24.4 Nr. 28.

3137 Art. 7a Abs. 2 StHG ist für die kantonalen Steuern in gleicher Weise formuliert.

3138 In der bisherigen Gerichtspraxis wurde dies als „passive Mitwirkung" bezeichnet. Vgl. StE B24.4 (2002) Nr. 63; StE 24.4 (2002) Nr. 66; ASA 60, 537; ASA 59, 717. Betschart (2006), S. 91 f. Zur Kritik an diesem Konzept Reich: Kommentar Steuerrecht, N. 83 zu Art. 20 DBG.

3139 Vgl. ASA 59, 717 E.7; BGer 2A.648/2005; ASA 66, 146, vgl. Kreisschreiben Nr. 14 der EStV vom 6. November 2007, Ziff. 4.7.

3140 Tschäni (2003a), S. 388 (FN 291). Eine aktive Mitwirkung ist nur denkbar, wenn der Hauptaktionär der Zielgesellschaft vorgängig mit dem Anbieter über die geplante Transaktion verhandelt und mit ihm eine Transaktionsstruktur festlegt, bei der eine Finanzierung mit Mitteln der Zielgesellschaft vorgesehen wird und der Hauptaktionär nach diesen Verhandlungen auf der Ebene der Zielgesellschaft erste Schritte zur Umsetzung der Transaktion einleitet.

botsprospekt dargestellt werden[3141]: Der Anbieter muss daher entsprechende Angaben im Angebotsprospekt machen, falls er plant, die Übernahme der Zielgesellschaft durch eine Fusion bzw. durch die Ausschüttung einer Substanzdividende mit den Mitteln der Zielgesellschaft zu finanzieren[3142]. Da der Anbieter bei der Erstellung des Prospektes nicht nur der Wahrheitspflicht unterliegt, sondern die betreffenden Angaben auch noch von der Prüfstelle geprüft werden[3143], muss sich das „Mitwissen" des Publikumsaktionärs am Inhalt des Angebotsprospektes messen[3144]. Daher kann sich der Aktionär der Zielgesellschaft darauf verlassen, dass der Kaufpreis nicht durch Mittel der Zielgesellschaft finanziert wird bzw. keine Liquidation der Zielgesellschaft und keine Fusion zwischen Akquisitionsgesellschaft und Zielgesellschaft geplant ist, wenn dies nicht ausdrücklich im Angebotsprospekt festgehalten wird. Deshalb fehlt es an der passiven Mitwirkung der Publikumsaktionäre, wenn der Angebotsprospekt keinerlei Hinweise auf eine Refinanzierung der Transaktion aus Mitteln der Gesellschaft enthält und auch nicht auf eine Liquidation oder Fusion der Zielgesellschaft hingewiesen wird[3145]. Andererseits ist aber das Mitwissen und damit die „passive" Mitwirkung im Sinne von Art. 20a Abs. 2 DBG bzw. Art. 7a Abs. 2 STHG gegeben, wenn aus dem Prospekt hervorgeht, dass der Anbieter den Kaufpreis mit den Mitteln der Zielgesellschaft finanziert bzw. nach der Übernahme beabsichtigt, bei der Zielgesellschaft eine hohe Dividende auszuschütten bzw. mit der Zielgesellschaft zu fusionieren[3146].

3141 Dazu im Einzelnen Ziff. III.F.3.5.

3142 Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 279.

3143 Im Einzelnen dazu Ziff. III.F.4.1.

3144 Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 280 ff.; kritisch dazu Tschäni (2003a), S. 388 (FN 291).

3145 Sofern ein Hauptaktionär der Zielgesellschaft allerdings ausserhalb des Angebotsprospektes vom Anbieter zusätzliche Informationen erhalten hat, die auf eine hohe Ausschüttung, Fusion oder Liquidation hingehen, kann sich bei einem derartigen Aktionär unabhängig von der Formulierung des Angebotsprospektes dennoch eine Besteuerung ergeben: Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 280.

3146 Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 280 ff.; kritisch dazu Tschäni (2003a), S. 388 (FN 291).

1.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen

Natürliche Personen, die Aktien im Geschäftsvermögen[3147] halten und diese durch Annahme eines Barangebotes verkaufen, realisieren mit diesem Verkauf gemäss Art. 18 Abs. 2 DBG bzw. Art. 8 Abs. 1 StHG einen steuerbaren Gewinn in Höhe der Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem steuerlich massgebenden Buchwert[3148]. Dieser Gewinn unterliegt den Sozialversicherungsabzügen[3149] und den normalen Einkommenssteuern. Sofern die steuerpflichtige Person bei der Annahme des Angebotes einen Verlust realisiert, da der Verkaufspreis unter dem steuerlich massgebenden Buchwert liegt, kann sie diesen Verlust gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. d DBG bzw. Art. 10 Abs. 1 lit. c StGH von ihrem steuerbaren Einkommen abziehen.

Schüttet die übernommene Gesellschaft vor der Übernahme noch eine Dividende aus, so gilt diese ebenfalls als normales Einkommen, das Sozialversicherungsabzügen und Einkommenssteuern unterliegt[3150].

1.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz

Nimmt eine Kapitalgesellschaft für die ihr gehörenden Aktien der Zielgesellschaft eine Barofferte an, so realisiert sie gemäss Art. 58 DBG bzw. Art. 24 StHG einen Kapitalgewinn in Höhe der Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem steuerlich massgebenden Buchwert[3151]. Zahlt die Zielgesellschaft vor der Übernahme eine Dividende an ihre Aktionäre, so stellt diese Dividende ebenfalls einen Teil des steuerbaren Ertrages der betreffenden Kapitalgesellschaft dar.

3147 Zum Geschäftsvermögen gehören gemäss Art. 18 Abs. 2 DBG bzw. Art. 8 Abs. 2 StHG alle Aktiven, die zur Ausübung einer selbständigen Tätigkeit dienen, sei dies im Rahmen einer Einzelfirma oder einer Personengesellschaft; ASA 62, S. 409; BGE 112 I b.79; ASA 57, S. 271, BGE 2A.432/2000; Reich (1984), S. 224; Höhn/Waldburger (2002), S. 312 ff. Primäres Indiz für die Zugehörigkeit zum Geschäftsvermögen ist die Behandlung in der Buchhaltung: Wird ein Aktivum in der Buchhaltung einer Einzelfirma bzw. Personengesellschaft aufgeführt, so hat der Steuerpflichtige selbst zum Ausdruck gebracht, dass es sich um Geschäftsvermögen handelt. Zusätzlich gehören zum Geschäftsvermögen aber auch Aktiven, die zwar nicht in der Buchhaltung aufgeführt werden, aber dennoch entweder direkt oder indirekt der Geschäftstätigkeit dienen. Eine derartige indirekte Nutzung liegt z.B. vor, wenn Aktien, die dem Privatvermögen angehören für Betriebskredite verpfändet worden sind oder die betreffende Person Aktien einer Gesellschaft hält, die einen engen sachlichen Zusammenhang mit ihrer selbständigen Tätigkeit aufweist. ASA 71, S. 288, 291 ff. Aktien befinden sich aber auch dann im Geschäftsvermögen, wenn die betreffende Privatperson für die Zwecke der Einkommenssteuer als „gewerbsmässiger Wertpapierhändler" betrachtet wird, weil ihre Anlagetätigkeit über die normale Vermögensverwaltung hinausgeht und die betreffende Person daher ein „planmässiges auf Gewinn ausgerichtetes" Verhalten zeigt. In der Praxis wird dies angenommen, wenn ein Anleger sehr viele Transaktionen abwickelt, Positionen nur kurzfristig hält, Aktienbestände in erheblichem Masse durch Kredite finanziert oder besondere berufliche Kenntnisse für ihre Tätigkeit ausnützt. ASA 67, 483; ASA 69, 652; ASA 69, 788; ASA 71, 627; ASA 73, 279; Kreisschreiben Nr. 8 der EStV vom 21. Juni 2005, insbesondere Ziff. 3.3; Schenker (2006), S. 221 ff. m.w.H.

3148 Tschäni (2003a), S. 388; Reich, Kommentar Steuerrecht, N. 25 ff. zu Art. 18 DBG; Brülisauer/Kuhn, Kommentar Steuerrecht, N. 15 ff. zu Art. 58 DBG; Betschart (2006), S. 92; Spori/Gerber (2003), S. 703.

3149 Die Sozialversicherungsabzüge können gemäss Art. 33 Abs. 1 lit. d DBG bzw. Art. 9 Abs. 2 lit. d StHG allerdings vom steuerbaren Einkommen abgezogen werden.

3151 Reich (1983), S. 91; Tschäni (2003a), S. 388 f.

Sollte der Verkauf zu einem Verlust führen, da der Verkaufspreis unter dem steuerlich massgebenden Buchwert liegt, so kann dieser Verlust vom steuerbaren Gewinn der Gesellschaft abgezogen werden[3152].

Die Besteuerung von Kapitalgewinnen und Ausschüttungen wird jedoch insoweit durchbrochen bzw. reduziert, als die betreffende Gesellschaft den Beteiligungsabzug geltend machen kann oder sich aus einem speziellen Steuerstatus der betreffenden Gesellschaft ein privilegierter Steuersatz ergibt[3153]:

1.3.1 Beteiligungsabzug

- Beteiligungsabzug bei Ausschüttungen

  Bei Ausschüttungen der Zielgesellschaft kann der Beteiligungsabzug gemäss Art. 69 DBG und Art. 28 Abs. 1 StHG geltend gemacht werden, wenn die Beteiligung mindestens 20% des Kapitals der Zielgesellschaft umfasst oder sich der Marktwert der Beteiligung auf mindestens CHF 2 Millionen beläuft[3154]. Der Beteiligungsabzug auf Ausschüttungen gilt für jede Art der Ausschüttung und kommt deshalb nicht nur zur Anwendung, wenn die Zielgesellschaft vor dem Vollzug des Angebotes noch eine Dividende ausbezahlt, sondern auch bei Liquidations- oder Teilliquidationsausschüttungen. Der Beteiligungsabzug kommt daher insbesondere auch zur Anwendung, wenn die Zielgesellschaft selbst Aktien zurückkauft und deshalb beim Verkäufer ein Gewinn aus direkter Teilliquidation entsteht.

- Beteiligungsabzug bei Kapitalgewinnen

  Auch bei Kapitalgewinnen kann der Beteiligungsabzug gemäss Art. 70 Abs. 4 DBG und Art. 28 Abs. 1bis StHG geltend gemacht werden, wenn eine Beteiligung von mindestens 20% an der Zielgesellschaft verkauft wird und die betreffende Kapitalgesellschaft diese Beteiligung während mindestens eines Jahres gehalten hat[3155].

  Vom Beteiligungsabzug wird allerdings nur der Kapitalgewinn erfasst, der über den Anschaffungspreis hinaus erzielt wird. Wieder aufgeholte Ab-

---

3152 Dies ergibt sich letztlich aus dem in der kaufm. Buchhaltung verwirklichten „Totalgewinnprinzip", bei dem alle positiven und negativen Ergebnisse, die in einer Rechnungsperiode angefallen sind, den für diese Rechnungsperiode massgeblichen Gesamtgewinn ergeben; Brülisauer/Kuhn, Kommentar Steuerrecht, N. 40 zu Art. 58 DBG. Tschäni (2003a), S. 389.

3153 Tschäni (2003a), S. 389 (FN 293).

3154 Kreisschreiben der EStV Nr. 9 vom 9. Juli 1998 Ziff. 2.3 ff.; Duss/Altorfer, Kommentar Steuerrecht, N. 7 ff. zu Art. 9; Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 280.

3155 Kreisschreiben Nr. 9 der EStV vom 9. Juli 1998 Ziff. 2.3.3; Duss/Altorfer, Kommentar Steuerrecht, N. 23 ff. zu Art. 0 DBG.

schreibungen[3156] sowie die Auflösung von Rückstellungen auf der verkauften Beteiligung gelten dagegen nicht als Kapitalgewinn, der unter den Beteiligungsabzug fällt, sondern müssen normal besteuert werden[3157].

Der Beteiligungsabzug hat zur Folge, dass die gesamten Steuern in dem Verhältnis reduziert werden, in dem der Netto-Beteiligungsertrag zum Gesamtgewinn steht:

Der Netto-Beteiligungsertrag entspricht gemäss Art. 70 Abs. 1 DBG bzw. Art. 28 Abs. 1 StHG den Ausschüttungen bzw. Kapitalgewinnen auf der Beteiligung abzüglich des auf der Beteiligung entfallenden Finanzierungsaufwandes und eines Beitrages in der Höhe von 5% des Beteiligungsertrages an die Deckung des Verwaltungsaufwandes[3158]. Als Finanzierungsaufwand gelten dabei Schuldzinsen sowie weiterer Aufwand, der wirtschaftlich den Schuldzinsen gleichzustellen ist[3159]. Da sich aus steuerlicher Sicht die Schulden einer Gesellschaft nicht objektmässig den Aktiven zuweisen lassen, muss der gesamte Finanzierungsaufwand des Unternehmens proportional auf die Aktiven verlagert werden, d.h., den Beteiligungen wird ein Anteil am Finanzierungsaufwand zugerechnet, der ihrem Anteil an den Gesamtaktiven der Gesellschaft entspricht[3160]. Der Beteiligungsabzug führt aufgrund dieser Berechnung normalerweise zu einer Besteuerung von Kapitalgewinnen und Ausschüttungen, die einem Bruchteil des normalen Steuersatzes entspricht bzw. sich einem Steuersatz von null annähert.

Die unterschiedlichen Voraussetzungen für den Beteiligungsabzug bei Kapitalgewinnen und Ausschüttungen sowie der Umstand, dass meist nur wenige Kapitalgesellschaften als Aktionäre eine Beteiligung von mindestens 20% an der Zielgesellschaft halten, führen dazu, dass Kapitalgesellschaften als Aktionäre häufig daran interessiert sind, dass eine Übernahme mit einem hohen Ausschüttungsbestandteil strukturiert wird oder aber sogar in Form einer direkten Teilliquidation als Rückkauf eigener Aktien (dazu Ziff. IV.3.3 hinten) durchgeführt wird.

3156 Soweit eine Beteiligung allerdings vor dem 1. Januar 1997 erworben wurde, sind gemäss Art. 207a BBG nur diejenigen Abschreibungen ausgeschlossen, die nach diesem Termin vorgenommen worden sind. Abschreibungen, die vor diesem Termin vorgenommen wurden, werden dagegen nicht von dem für die Berechnung des Beteiligungsabzuges massgebenden Kapitalgewinn abgezogen und profitieren daher vollumfänglich vom Beteiligungsabzug; Duss/Altorfer, Kommentar Steuerrecht, N. 30 zu Art. 207a DBG.

3157 Kreisschreiben Nr. 9 der EStV vom 9. Juli 1998 Ziff. 2.4.2; Duss/Altorfer, Kommentar Steuerrecht, N. 20 ff. zu Art. 70 DBG. Diese Besteuerung ist folgerichtig, da die betreffenden Abschreibungen bzw. die Bildung der Rückstellung vom steuerbaren Betrag abgezogen worden sind.

3158 Dieser Pauschalsatz wird entsprechend reduziert, wenn die Gesellschaft nachweisen kann, dass der effektive Verwaltungsaufwand unter 5% liegt.

3159 Kreisschreiben Nr. 9 der EStV vom 9. Juli 1998 Ziff. 2.6.2; z.B. Kosten aus Reprogeschäfte.

3160 Kreisschreiben Nr. 9 der EStV vom 9. Juli 1998 Ziff. 2.6.2; Duss/Altorfer, Kommentar Steuerrecht, N. 12 ff. zu Art. 70 DBG.

1.3.2 Steuerstatus

Die Besteuerung von Kapitalgesellschaften hängt im Weiteren von deren Steuerstatus ab: Soweit die betreffenden Gesellschaften auf kantonaler Ebene als Holding-, Domizil- oder gemischte Gesellschaft ein Steuerprivileg geniessen, fallen die kantonalen Steuern auf Beteiligungserträgen und Kapitalgewinnen weg, unabhängig davon, ob der Beteiligungsabzug geltend gemacht werden kann[3161].

1.4 Ausländische Aktionäre

Aktionäre, die im Ausland domiziliert sind, unterliegen nicht den schweizerischen Einkommens- oder Gewinnsteuern, da der Besitz von Aktien an einer schweizerischen Gesellschaft keinen Anknüpfungspunkt für Einkommens- und Gewinnsteuern darstellt. Nur wenn ein ausländischer Aktionär in der Schweiz über eine Betriebsstätte im Sinne von Art. 4 Abs. 1 lit. b DBG verfügt, werden Veräusserungsgewinne und allfällige Dividendeneinkünfte in der Schweiz besteuert, sofern die betreffenden Aktien als Aktiven dieser Betriebsstätte betrachtet werden müssen[3162]. Ausländische Aktionäre unterliegen aber den steuerlichen Vorschriften, die an ihrem Domizil gelten und die allenfalls zu einer entsprechenden Besteuerung des Gewinnes aus der Veräusserung von Aktien an einer schweizerischen Gesellschaft führen können.

2. Tauschangebote

Tauschangebote haben für die Aktionäre folgende steuerliche Konsequenzen:

2.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen

Wenn eine natürliche Person Aktien, die sie im Privatvermögen hält, gegen Aktien des Anbieters tauscht, so löst dies keine Besteuerung aus, da selbst im Fall, in dem der Tausch zu einer steuerrechtlichen Realisierung führt, nur ein Kapitalgewinn vorliegen kann, der, wie vorne dargestellt, steuerfrei ist[3163]. Nach dem Prinzip, dass private Kapitalgewinne steuerfrei sind, führt das Tauschangebot im Übrigen auch dann nicht zur Besteuerung, wenn das Tauschangebot einen Baranteil enthält oder wenn der betreffende Aktionär im Rahmen des Tauschangebotes nicht Aktien des Anbieters erhält, sondern Obligationen, Optionen oder andere Wertpapiere bzw. Wertrechte, die keinen Beteiligungscharakter haben[3164].

3161 Zu den Voraussetzungen für die Qualifikation als Holdinggesellschaft bzw. Domizil- oder gemischte Gesellschaft vgl. Art. 28 StHG; Duss, Kommentar Steuerrecht, N. 3.28 ff. zu Art. 28 StHG.

3162 Zur Betriebsstättedefinition Athanas/Widmer, Kommentar Steuerrecht, N. 26 ff. zu Art. 51 DBG; Athanas (1993), 206 ff.

3163 Tschäni (2003a), S. 389; Sautter/Weidmann, BSK vor N. 24 sowie N. 433 vor Art. 3 FusG; Höhn/Waldburger (2002), Bd. II, S. 102; Betschart (2006), S. 91; Reich (2004), S. 132.

3164 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 28; vorbehalten bleibt allerdings die Besteuerung, falls die Transaktion hinsichtlich der Barkomponente als indirekte Teilliquidation qualifiziert wird. Reich (2004), S. 132.

Auch wenn der Aktionär der Zielgesellschaft im Tausch neue Aktien oder andere Wertpapiere erhält, die gesamthaft einen höheren Nennwert aufweisen als die dafür eingetauschten Aktien, führt dies – im Gegensatz zu einer Nennwerterhöhung im Rahmen einer Fusion[3165] – nicht zu einer Besteuerung, da die Nennwerterhöhung keine Leistung der Zielgesellschaft an ihren Aktionär darstellt, sondern eine Leistung des Anbieters[3166].

Fusionieren die Gesellschaft, deren Aktien zum Tausch angeboten werden, und die Zielgesellschaft jedoch innert fünf Jahren nach Durchführung des Tauschangebotes, so kommen auf das Tauschangebot nachträglich die Vorschriften über die Fusion zur Anwendung, d.h., die Leistungen, die der Aktionär erhalten hat – Nennwerterhöhung und Ausgleichszahlung –, werden wie bei einer Fusion als Einkommen besteuert[3167]. Die Besteuerung erfolgt dabei im Rahmen der normalen Veranlagung. Sofern die Steuerbehörden die nachfolgende Fusion steuerlich erst aufgearbeitet haben, nachdem die betroffenen Aktionäre bereits rechtskräftig veranlagt worden sind, erfolgt die Besteuerung dagegen im Nachsteuerverfahren im Sinne von Art. 151 ff. DBG bzw. Art. 53 StHG.

2.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen

Tauscht eine Privatperson, die Aktien im Geschäftsvermögen hält, im Rahmen eines Tauschangebotes Aktien der Zielgesellschaft gegen Aktien des Anbieters, so liegt – im Gegensatz zu einem Verkauf der Aktien bei einem Barangebot – keine Realisierung vor, da die betreffende Person ihre Beteiligung nach dem Aktientausch durch eine Beteiligung am Anbieter fortsetzt[3168]. Der betreffende Aktionär kann die Aktien des Anbieters, die er im Austausch erhält, unabhängig von ihrem Verkehrswert gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. c DBG bzw. Art. 8 Abs. 3 lit. c StHG zu dem Buchwert in seine Bilanz einbuchen, zu dem er bisher die Aktien der Zielgesellschaft verbucht hatte. Er muss daher auch dann keinen Gewinn ausweisen, wenn der Verkehrswert der Aktien, die er im Rahmen des Aktientauschs erhalten hat, höher ist als dieser Buchwert.

Voraussetzung für oben beschriebene vorteilhafte steuerliche Behandlung ist allerdings, dass das Tauschangebot zu einer Quasifusion führt. Diese Bedingung ist erfüllt, wenn die übernehmende Gesellschaft nach der Übernahme mindestens 50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält und das Entgelt, das die Aktionäre der Zielgesellschaft für ihre Aktien erhalten, zu

---

3165 Vgl. dazu Ziff. IV.E hinten.

3166 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45; Sautter/Weidmann, BSK, N. 42 sowie N. 433 vor Art. 3 FusG; Spori/Gerber (2003), S. 704; StE B. 24.4. N. 66 E. 5b; Reich (2004), S. 132 f.

3167 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45; vgl. ASA 72, S. 413; StE 2002 B.24.4 Nr. 66; Jung (2005), S. 415; Betschart (2006), S. 91; Reich (2004), S. 132.

3168 Sautter/Weidmann, BSK, N. 435 vor Art. 3 FusG; Spori/Gerber (2003), S. 695. Zur dogmatischen Begründung vgl. Böckli (1998a), S. 27 f.; Jung (2005), S. 398 ff. m.h.W.; Reich (2004), S. 133.

mindestens 50% aus Aktien der übernehmenden Gesellschaft besteht[3169]. Die steuerliche Qualifikation einer Transaktion als Quasifusion ist unabhängig davon, ob es sich beim Anbieter um eine inländische oder eine ausländische Gesellschaft handelt, d.h., eine Quasifusion kann auch vorliegen, wenn Aktionäre der Zielgesellschaft im Tauschangebot Aktien einer ausländischen Gesellschaft erhalten[3170].

Die Besteuerung bleibt selbstverständlich aber nur aus, wenn der bisherige Buchwert in der Buchhaltung des betreffenden Aktionärs tatsächlich weitergeführt wird; erhöht der Aktionär dagegen den Buchwert auf den Verkehrswert der Aktien, die er im Austausch erhält[3171], so stellt die Differenz zwischen altem und neuem Buchwert steuerbares Einkommen dar, da eine steuerpflichtige Person Erträge, die durch Aufwertung im Geschäftsvermögen entstehen, versteuern muss.

Soweit ein Tauschangebot einen Tausch in Obligationen, Optionen oder andere Titel vorsieht, die keine Beteiligungspapiere darstellen, liegt keine Quasifusion mehr vor[3172], bei der der betreffende Aktionär seine Beteiligung fortsetzen würde. Dies führt dazu, dass der Aktionär den Wert seiner Aktien realisiert und der entsprechende Gewinn versteuert werden muss[3173]. Das Gleiche gilt auch, wenn die Barkomponente eines Angebotes über 50% liegt und deshalb keine Quasifusion mehr vorliegt[3174]. Liegt die Barkomponente unter 50%, so liegt zwar noch eine Quasifusion vor, die Ausgleichszahlung wird aber dann als Ertrag besteuert, wenn diese Zahlung nicht durch eine entsprechende Abschreibung auf der Aktienposition kompensiert werden kann[3175].

2.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz

Für Kapitalgesellschaften als Aktionäre gelten die oben für Aktien im Geschäftsvermögen dargestellten Grundsätze; bei einem Tausch in Aktien einer anderen Gesellschaft entsteht kein steuerbarer Ertrag, sofern die Bedingungen

---

3169 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004 S. 44; Jung (2005), S. 410 ff.; Sautter/Weidmann, BSK, N. 428 vor Art. 3 FusG; zum Begriff der Quasifusion Reich/Duss (1996), S. 288 f. sowie Cagianut/Höhn (1993), S. 711 ff.; Spori/Gerber (2003), S. 695; Reich (2004), S. 131.

3170 Bis zum Erlass des Kreisschreibens der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004 konnte eine Quasifusion nach der Praxis der Eidg. Steuerverwaltung nur vorliegen, wenn im Tausch Aktien einer schweizerischen Gesellschaft angeboten wurden. Vgl. zum Stand von der Praxis vor dieser Änderung Jung (2005), S. 396 f.

3171 Eine derartige Erhöhung des Buchwertes ist bei Wertpapieren, die als Finanzanlagen gehalten werden, aufgrund von Art. 667 OR möglich.

3172 Bei einem derartigen Tausch würden die Bedingungen für eine Quasifusion nur dann erfüllt, wenn derartige Papiere in Kombination mit Aktien des Anbieters angeboten werden (z.B. Aktien des Anbieters plus Optionen) und der Anteil der Wertpapiere, die nicht Beteiligungspapiere darstellen, zusammen mit einer allfälligen Barkomponente unter 50% des Wertes des Gesamtangebotes liegen.

3173 Der realisierte Gegenwert entspricht dem Verkehrswert der Obligationen, Optionen und anderen Titeln, die der Aktionär der Zielgesellschaft in diesem Fall erhält.

3174 Vgl. Tschäni (2003a), S. 389.

3175 Eine derartige Abschreibung ist dann möglich, wenn der Wert der Aktien, die der betreffende Aktionär erhält, unter dem steuerlich massgebenden Buchwert liegt.

für eine Quasifusion erfüllt werden und der betreffende Aktionär den Buchwert der eingetauschten Beteiligungswerte unverändert weiterführt[3176]. Soweit ein Tauschangebot eine Barkomponente bzw. einen Tausch in Optionen, Obligationen oder andere Titel, die nicht Beteiligungspapiere darstellen, vorsieht, gilt der Wert der Aktien[3177] dagegen mangels Kontinuität der Beteiligung als realisiert und stellt entsprechend steuerbaren Ertrag dar[3178].

Soweit ein Aktientausch zu einem steuerbaren Gewinn führt, weil die Voraussetzung für eine Quasifusion nicht erfüllt werden, kann eine Kapitalgesellschaft den Beteiligungsabzug geltend machen, wenn die vorne in Ziff. IV.B.1.3.1 dargestellten Kriterien für den Beteiligungsabzug auf Kapitalgewinnen erfüllt sind[3179].

2.4 Ausländische Aktionäre

Bei einem im Ausland ansässigen Aktionär löst die Annahme eines Tauschangebotes aus den vorne in Ziff. IV.B.1.4 dargestellten Gründen keine schweizerische Besteuerung aus. Die Besteuerung richtet sich daher vollumfänglich nach den Bestimmungen am Domizil des betreffenden ausländischen Aktionärs. Eine Ausnahme ergibt sich nur, wenn der betreffende ausländische Aktionär eine Betriebsstätte in der Schweiz hat und die eingetauschten Aktien Aktiven dieser Betriebsstätte darstellen. In diesem Fall gelten die vorne in Ziff. IV.B.2.2 bzw. 2.3 dargestellten Grundsätze, d.h., es kommt zu einer Besteuerung, wenn die Bedingungen für eine Quasifusion nicht erfüllt sind und der betreffende Aktionär daher den Wert der eingetauschten Aktien realisiert hat.

3. Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft

Wie vorne in Ziff. III.I.2 dargestellt, wird der Rückkauf von Aktien im Rahmen eines öffentlichen Angebotes normalerweise so strukturiert, dass die Gesellschaft entweder ein öffentliches Angebot für den Rückkauf eigener Aktien zu einem Festpreis macht, die eigenen Aktien am Markt oder über eine zweite Handelslinie zurückkauft oder den Aktionären Put-Optionen abgibt.

Für die einzelnen Aktionäre hat ein Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft folgende steuerlichen Konsequenzen:

3.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen

Verkauft eine natürliche Person ihre Aktien an die Gesellschaft zurück, so wird der von der Gesellschaft bezahlte Preis in steuerlicher Hinsicht nicht als

---

3176 Tschäni (2003a), S. 389. Reich (2004), S. 134. Wie vorne in Ziff. IV.B.2.2 dargestellt, liegt eine Quasifusion vor, wenn der Anbieter mindestens 50% der Aktien der Zielgesellschaft durch Aktientausch erwirbt und nicht mehr als 50% des Wertes der Aktien der Zielgesellschaft durch Barabgeltung bezahlt.

3177 Dieser entspricht dem Verkehrswert der gesamten für die eingetauschten Aktien übergebenen Effekten.

3178 Reich (2004), S. 134; bei einer derartige Zahlung kann der Beteiligungsabzug nur geltend gemacht werden, wenn die Voraussetzungen für den Beteiligungsabzug auf Kapitalgewinnen erfüllt sind.

3179 Tschäni (2003a), S. 389 f.

Kaufpreiszahlung, sondern als Liquidationsausschüttung betrachtet, da die Gesellschaft mit diesem Rückkauf dem Aktionär wie bei einer Liquidation Eigenkapital zurückerstattet[3180]. Daher wird die Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Nominalwert der Aktie als Einkommen besteuert. Wenn der betreffende Aktionär seine Aktien zu einem Preis gekauft hat, der über dem Nominalwert lag, kann das steuerbare Einkommen erheblich über dem Gewinn liegen, den der betreffende Aktionär beim Rückverkauf seiner Aktien tatsächlich erzielt. Sofern der betreffende Aktionär seine Aktien zu einem Preis gekauft hat, der über dem Rückkaufpreis liegt, wird sogar ein Gewinn besteuert, obwohl der Aktionär tatsächlich einen Verlust erlitten hat[3181].

Von der oben dargestellten Besteuerung des Rückkaufpreises wird gemäss Art. 7 Abs. 1bis StHG und Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG, i.V.m. Art. 4a VStG abgewichen, falls die Gesellschaft die zurückgekauften Aktien nicht in einer Kapitalherabsetzung vernichtet und im Übrigen die folgenden zwei Kriterien erfüllt werden[3182]:

- Die Zahl der zurückgekauften Aktien überschreitet die in Art. 659 OR definierte Grenze nicht, d.h., die Gesellschaft hält nach dem Rückkauf nicht mehr als 10% der Aktien[3183].

- Die Aktien werden von der Gesellschaft innerhalb von sechs Jahren wieder veräussert. Falls die Aktien zur Sicherstellung von Optionsanleihen, Wandelanleihen oder Mitarbeiterbeteiligungsplänen erworben werden, steht diese Frist während der Laufzeit dieser Anleihen bzw. Mitarbeiterbeteiligungspläne still, wobei der Stillstand gemäss Art. 4a Abs. 3 VStG allerdings auf ein Maximum von sechs Jahren beschränkt wird, falls die Aktien zur Sicherstellung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen verwendet werden[3184].

Wird der Rückkauf durch die Zuteilung von Put-Optionen eingeleitet, so muss bei der steuerlichen Beurteilung zwischen Zuteilung und Verkauf der Optio-

---

3180 Reich, Kommentar Steuerrecht, N. 66 zu Art. 20; BGE 97 I 438 E. 3; BGE 98 Ib 140; Blumenstein/Locher (2002), S. 162 f. mit weiteren Verweisen und Begründungen; kritisch zum Nennwertprinzip Reich, Kommentar Steuerrecht, N. 31 ff. zu Art. 20; Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 283.

3181 In diesem Sinne liegt ein „formalisierter Einkommensbegriff" vor. Vgl. zu dessen Begründung Blumenstein/Locher (2002), S. 162 f.

3182 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 19.8.1999; Reich, Kommentar Steuerrecht N. 76 f. zu Art. 20 DBG; vgl. StE B. 24.4 Nr. 38; Giger (1995), S. 171 ff.

3183 Diese Grenze erhöht sich auf 20%, falls Aktien aufgrund von Vinkulierungsbestimmungen zurückgekauft werden; dieser Fall kann aber bei kotierten Gesellschaften aufgrund der Beschränkung der Vinkulierungsgründe gemäss Art. 685d OR von vornherein gar nicht eintreten.

3184 Dazu ist allerdings notwendig, dass die betreffenden Aktien von Anfang an und definitiv der Sicherung der betreffenden Optionsanleihen, Wandelanleihen oder Mitarbeiterbeteiligungen gewidmet sind und auch in der Buchhaltung entsprechend ausgeschieden werden. Präzisierung von Ziff. 2.2 des Kreisschreibens Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 26. März 2002 Anhang 1 und Anhang 2 mit detaillierter Darstellung der Widmung durch Einbuchung in Spezialkonten; vgl. von Ah/Duss, Kommentar Steuerrecht, N. 71 ff. zu Art. 4 a VStG; Jaussi (2002), S. 294 ff.

nen einerseits und ihrer Ausübung andererseits unterschieden werden: Die Zuteilung und der Weiterverkauf von Put-Optionen lösen beim Aktionär noch keine Steuerfolgen aus. Die Zuteilung der Put-Option wird nicht als Ausschüttung der Gesellschaft betrachtet, da die Abgabe der Optionen nicht zu einer Entreicherung der Gesellschaft führt und ihre Reserven nicht vermindert werden. Verkauft der betreffende Aktionär die ihm zugeteilten Put-Optionen, so realisiert er bei diesem Verkauf – wie beim Verkauf eines Bezugsrechtes – einen steuerfreien privaten Kapitalgewinn[3185]. Erst die Ausübung der Put-Option und der damit verbundene Rückverkauf der Aktien lösen dagegen die oben dargestellten Steuerfolgen aus, da dieser Vorgang zur Übertragung von Reserven an die Aktionäre und zu einer entsprechenden Entreicherung der Zielgesellschaft führt. Diese steuerliche Regelung hat zur Folge, dass natürliche Personen, die ihre Aktien im Privatvermögen halten, Put-Optionen immer am Markt verkaufen, um so einen Vorteil aus dem Rückkaufprogramm zu realisieren.

3.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen

Verkauft eine natürliche Person Aktien, die sie im Geschäftsvermögen gehalten hat, an die Gesellschaft zurück, so wird die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem steuerlich massgebenden Buchwert gemäss Art. 18 Abs. 2 DBG bzw. Art. 8 Abs. 1 StHG als steuerbares Einkommen betrachtet, wobei dieses Einkommen sowohl den Sozialversicherungsabzügen wie auch den Einkommenssteuern unterliegt.[3186] Für die Berechnung des Einkommens einer natürlichen Person, welche die Aktien im Geschäftsvermögen hält, ist der Nennwert der verkauften Aktien bzw. die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nennwert irrelevant, da im Geschäftsvermögen nicht das Nominalwertprinzip gilt, sondern der Vermögensstandsgewinn besteuert wird.[3187] In einer derartigen Situation ist auch unerheblich, ob die Gesellschaft die zurückgekauften Aktien in einer Kapitalherabsetzung vernichtet oder später wieder verkauft, d.h., ob in steuerlicher Betrachtung eine Liquidationsausschüttung vorliegt oder ein Verkaufsgewinn. Die Analyse der steuerrechtlichen Behandlung des Rückkaufs von Aktien zeigt, dass es für natürliche Personen, die Aktien im Geschäftsvermögen halten, irrelevant ist, ob sie diese Aktien an einen Dritten oder an die Gesellschaft verkaufen; in beiden Fällen werden sie genau gleich besteuert.

Die Zuteilung von Put-Optionen führt nur zu einem steuerbaren Ertrag, soweit die Put-Optionen vor ihrer Ausübung bzw. dem Weiterverkauf in einem steuerlich massgebenden Jahresabschluss aktiviert werden, da eine derartige Verbuchung zu einem Vermögensstandsgewinn führt. Der Verkauf von Optionen führt im Ausmass des Verkaufserlöses zu einem steuerbaren Kapitalgewinn, wobei die Besteuerung des entsprechenden Gewinnes aber allenfalls durch eine Wertberichtigung auf der betreffenden Beteiligung kompensiert werden

---

3185 Vgl. ASA 68, 739; StR 52, 340; von Ah (2001), S. 341.

3186 Reich, Kommentar Steuerrecht, N. 25 zur Art. 18 DBG; Agner/Jung/Steinmann (1995), N. 4 zu Art. 18 DBG.

3187 Höhn/Waldburger (2002), Bd. II S. 191 ff.

kann[3188]. Werden Put-Optionen ausgeübt, so ist der Wert der Put-Optionen für die Besteuerung irrelevant, da diese mit der Ausübung untergehen; es kommt nur zur oben dargestellten Besteuerung des Vermögensstandsgewinnes, der aufgrund des Verkaufes entsteht.

3.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz

Verkauft eine Kapitalgesellschaft Aktien an eine Gesellschaft zurück, so gilt die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem steuerlich massgebenden Buchwert als steuerbarer Ertrag im Sinne von Art. 58 Abs. 1 DBG bzw. Art. 24 Abs. 1 StHG[3189].

Werden die zurückverkauften Aktien in einer nachfolgenden Kapitalherabsetzung vernichtet, so gilt die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nominalwert der betreffenden Aktien als Liquidationsausschüttung[3190]. Daher kann die Kapitalgesellschaft für diese Differenz – maximal aber für den verbuchten Gewinn – den Beteiligungsabzug auf Ausschüttungen geltend machen, falls die Voraussetzungen gemäss Art. 69 DBG und Art. 28 Abs. 1 StHG erfüllt sind, d.h., wenn sie vor dem Rückkauf Aktien an der Zielgesellschaft mit einem Verkehrswert von mehr als CHF 2 Millionen gehalten hat oder die Beteiligung 20% des Kapitals der betreffenden Gesellschaft überschreitet[3191]. Die Anwendung des Beteiligungsabzuges führt, wie in Ziff. IV.B.1.3.1 vorne dargestellt, zu einer erheblichen Verminderung des Steuerbetrages. Daher sind Rückkaufangebote mit anschliessender Vernichtung der Aktien für Kapitalgesellschaften als Aktionäre steuerlich wesentlich günstiger als Barübernahmeangebote von Dritten oder ein Verkauf über die Börse, da bei diesen Transaktionen der erzielte Gewinn in der Regel vollumfänglich besteuert wird[3192].

Werden die Aktien nach dem Rückkauf durch die Gesellschaft nicht im Rahmen einer Kapitalherabsetzung vernichtet, so stellt der Gewinn, den die verkaufende Gesellschaft erzielt, keinen Liquidationserlös dar. Daher wird die Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem steuerlich massgeblichen Buchwert wie bei einem Verkauf an einen Dritten besteuert. In diesen Fällen wird die Steuerlast nur erleichtert, wenn die verkaufende Gesellschaft die Bedingungen für den Beteiligungsabzug auf Kapitalgewinnen erfüllt[3193].

3188 Eine derartige Abschreibung ist allenfalls notwendig bzw. steuerrechtlich möglich, weil der Aktienrückkauf zu einem Preis über dem Marktkurs zu einer Verwässerung der verbleibenden Aktien führt.

3189 Genau wie beim Geschäftsvermögen natürlicher Personen basiert die Besteuerung juristischer Personen auf dem Vermögensstandsgewinn, der Nominalwert der betreffenden Aktie ist dagegen irrelevant; Cagianut/Höhn (1993), S. 149 ff. m.w.H.w.

3190 Kreisschreiben Nr. 9 der Eidg. Steuerverwaltung vom 9. Juli 1998, Ziff. 2.4.1.

3191 Kreisschreiben Nr. 9 der Eidg. Steuerverwaltung vom 9. Juli 1998, Ziff. 2.

3192 Wie vorne in Ziff. IV.B.1.3.1 dargestellt, sind die Bedingungen für die Anwendung des Beteiligungsabzuges auf Kapitalgewinnen wesentlich strenger, da der Beteiligungsabzug auf Kapitalgewinnen nur geltend gemacht werden kann, wenn ein Anteil von mindestens 20% an der betreffenden Gesellschaft verkauft wird.

3193 Dazu im Einzelnen Ziff. IV.B.1.3.1 vorne.

Die Zuteilung von Put-Optionen führt nur zu einem steuerbaren Ertrag, soweit die Put-Optionen vor ihrer Ausübung bzw. dem Weiterverkauf in einem steuerlich massgebenden Jahresabschluss aktiviert werden, da eine derartige Verbuchung zu einem Vermögensstandsgewinn führt. Der Verkauf von Put-Optionen führt im Ausmass des Verkaufserlöses zu einem Kapitalgewinn, der ebenfalls steuerbar ist. Bei diesen Gewinnen kann weder der Beteiligungsabzug auf Kapitalerträgen noch auf Kapitalgewinnen geltend gemacht werden. Werden die betreffenden Put-Optionen dagegen ausgeübt, so kommt es allein zu der oben dargestellten Besteuerung; der Wert der Put-Optionen wird in diesem Fall steuerlich nicht mehr separat erfasst.

3.4 Ausländische Aktionäre

Ausländische Aktionäre unterliegen vorbehältlich der Existenz einer Betriebsstätte in der Schweiz, die die Aktien hält, auch beim Rückkaufangebot der Gesellschaft nicht den schweizerischen Gewinn- oder Einkommenssteuern; der Rückkauf kann aber allenfalls gemäss dem am Domizil der betreffenden Aktionäre anwendbaren Steuerrecht zu Steuerfolgen führen.

Wie hinten in IV.C.2.1 dargestellt, wird aber die Verrechnungssteuer auf der Differenz zwischen Rückkaufpreis und Nominalwert erhoben, die von ausländischen Aktionären nur nach Massgabe der anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen zurückgefordert werden kann. Da in diesem Rahmen die Verrechnungssteuer meistens nicht vollständig zurückgefordert werden kann, verbleibt dem ausländischen Aktionär bei Rückkäufen häufig ein erheblicher Sockelsteuerbetrag aus der schweizerischen Verrechnungssteuer.

4. Wechselbeziehung zwischen Transaktionsstruktur und Besteuerung der einzelnen Aktionärskategorien

Wird eine Transaktion geplant, so muss analysiert werden, wie sich das Aktionariat der Zielgesellschaft zusammensetzt, um die für diese Aktionäre attraktivste Transaktionsstruktur zu entwickeln. Dabei sollte immer die Möglichkeit eines Aktienrückkaufs genutzt werden, wenn die Zielgesellschaft über eine grosse Anzahl von Aktionären verfügt, für die ein Aktienrückkauf aufgrund des Beteiligungsabzuges interessanter ist als ein Kaufangebot eines Dritten[3194]. Wird ein Angebot in diesem Sinne der Struktur des Aktionariats angepasst, so kann dies für den Anbieter zu einem erheblichen Vorteil führen, da für die Aktionäre letztlich entscheidend ist, wie hoch der Betrag ist, den sie nach Abzug der Steuern aus einem Angebot erhalten.

3194 Eine derartige Strukturierung eines öffentlichen Übernahmeangebotes als Kombination von Rückkaufangebot und Angeboten eines Drittanbieters ist allerdings nur möglich, wenn es sich um ein freundliches Angebot handelt, das zwischen Zielgesellschaft und Anbieter vorgängig verhandelt wurde und bei dem die Zielgesellschaft bereit ist, soweit zu kooperieren, dass sie im Rahmen der gesamten Transaktion ein eigenes, auf das Angebot des Anbieters abgestimmtes Rückkaufangebot macht.

Die unterschiedliche steuerliche Behandlung der Aktionäre in Bezug auf die verschiedenen Transaktionsstrukturen führt natürlich aber auch dazu, dass ein Angebot häufig nicht für alle Aktionäre gleich attraktiv ist; so sind Rückkaufangebote für natürliche Personen, die Aktien im Privatvermögen halten, aufgrund der Einkommensbesteuerung auf der Differenz von Nennwert und Rückkaufpreis unattraktiv, während ein derartiges Angebot für eine Kapitalgesellschaft, die in der Schweiz domiziliert ist, wesentlich attraktiver ist als ein Verkauf an einen Dritten, da sie beim Rückkauf den Beteiligungsabzug auf Liquidationserträgen geltend machen kann, während ein Verkauf an einen Dritten zu einem Kapitalgewinn führt, bei dem nur selten der Beteiligungsabzug geltend gemacht werden kann[3195]. Übernahmeangebote, die von Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7a Abs. 1 STHG als indirekte Teilliquidationen erfasst werden, sind dagegen wegen der entsprechenden Steuerfolge für natürliche Personen, welche die betreffenden Aktien im Privatvermögen halten, unattraktiv, während die Frage ob es zu einer Besteuerung gemäss diesen Bestimmungen kommt, für in der Schweiz domizilierte Gesellschaften und für natürliche Personen, welche die betreffenden Aktien im Geschäftsvermögen halten, irrelevant ist.

Bei Transaktionen, die sich für einzelne Kategorien von Aktionären steuerlich negativ auswirken, kommt es zwangsläufig zu Arbitragegeschäften zwischen den einzelnen Aktionärskategorien. Die Aktionäre, für die ein bestimmtes Angebot steuerlich nicht attraktiv ist, werden das Angebot nicht annehmen, sondern ihre Aktien am Markt verkaufen; während Aktionäre, für die das Angebot steuerlich attraktiv oder wenigstens neutral ist, die betreffenden Aktien an der Börse kaufen und für diese Aktien dann das Angebot annehmen. Mindestens dann, wenn der Vollzug eines Angebotes sicher ist und der Kurs nicht mehr durch Hoffnungen auf höhere Konkurrenzangebote beeinflusst wird[3196], entwickelt sich daher parallel zum öffentlichen Übernahmeangebot ein Markt, dessen Preise leicht unter dem Angebotspreis liegen. In diesem Markt treten vor allem steuerfreie schweizerische institutionelle Anleger als Käufer auf, die unabhängig von der Transaktionsstruktur bei der Annahme des Angebotes keine Nachteile erleiden und daher die Differenz zwischen Börsenkurs und Angebotspreis für kurzfristige Gewinne nützen können. Deutlich sichtbar ist dieser Arbitragemarkt jeweils, wenn ein Unternehmen ein Rückkaufangebot macht: Natürliche Personen verkaufen ihre Aktien auf der normalen Handelslinie; Beteiligungsgesellschaften und steuerfreie Investoren kaufen diese Aktien und verkaufen sie zu leicht höheren Preisen auf der zweiten Handelslinie an die Gesellschaft. Ein ähnlicher Effekt tritt auch bei öffentlichen Kaufangeboten ein, bei denen eine Besteuerung gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DGB bzw. Art. 7a Abs. 1 STHG möglich ist. Praktisch alle in der Schweiz domizilierten

---

3195 Wie oben dargestellt, ist die Differenz in der steuerlichen Behandlung darauf zurückzuführen, dass es für eine juristische Person wesentlich einfacher ist, die Voraussetzungen für den Beteiligungsabzug auf Ausschüttungen zu erfüllen als diejenigen für den Beteiligungsabzug auf Kapitalgewinnen. Im Einzelnen dazu Ziff. IV. B. 1.3.1.

3196 Dieser Markt entsteht dementsprechend vor allem während der Nachfrist des Angebotes, da in diesem Zeitpunkt höhere Konkurrenzangebote ausgeschlossen sind und der Vollzug des Angebotes sicher ist.

natürlichen Personen verkaufen bei einem derartigen Angebot vorgängig ihre Aktien an der Börse wenn auch nur das geringste Risiko einer Besteuerung besteht[3197], während steuerbefreite institutionelle Investoren sowie Gesellschaften die betreffenden Aktien erwerben und dann das Angebot annehmen.

5. Offenlegung der Steuerfolgen im Angebotsprospekt

Damit sich die Anleger über die Steuerfolgen orientieren bzw. die steuerlichen Risiken, die mit einem Angebot verbunden sind, einschätzen können, ist es notwendig, dass diese vom Anbieter im Angebotsprospekt klar dargestellt werden[3198]. Damit im Anlageprospekt sichere Aussagen gemacht werden können, genügt es normalerweise aber nicht, die Steuersituation lediglich abstrakt zu analysieren. Will ein Anbieter im Angebotsprospekt die Aussage machen, dass es nicht zu einer Besteuerung gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7a Abs. 1 STHG kommt, so muss er in der Praxis die Steuersituation mit den zuständigen Steuerbehörden absprechen und in einem Vorabentscheid festhalten.

3197 Dies hat im Übrigen den Effekt, dass bei Barangeboten meistens weniger als 20% der eingelieferten Aktien von in der Schweiz domizilierten natürlichen Personen stammen, welche die betreffenden Aktien im Privatvermögen halten, was – wie vorne in Ziff. IV.B.1.1.3 dargestellt – dazu führt, dass eine Besteuerung gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7a Abs. 1 STHG von vornherein ausgeschlossen ist.

3198 Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.F.3.4.

C. VERRECHNUNGSSTEUERN BEI ÖFFENTLICHEN ANGEBOTEN

Die Verrechnungssteuer wird gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b VStG bzw. Art. 20 VStV auf allen Leistungen von Aktiengesellschaften an ihre Aktionäre erhoben, soweit die betreffenden Leistungen ihren Grund im Beteiligungsverhältnis haben und nicht eine Nennwertrückzahlung darstellen[3199]. Daher wird die Verrechnungssteuer nicht nur auf Dividendenzahlungen und Liquidationsausschüttungen belastet, sondern auch auf verdeckten Ausschüttungen[3200].

Die Verrechnungssteuer kann auch Auswirkungen auf öffentliche Übernahmeangebote haben:

1. Bar- und Tauschangebote

Die Leistungen, die ein Aktionär der Zielgesellschaft bei einem Bar- oder Tauschangebot erhält, stammen vom Anbieter und nicht von der Zielgesellschaft. Damit liegt keine Leistung der Gesellschaft vor, die gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b VStG der Verrechnungssteuer unterstehen würde[3201]. Dementsprechend wird auch keine Verrechnungssteuer erhoben, wenn die Aktionäre der Zielgesellschaft bei einem Tauschangebot Aktien erhalten, die einen gesamthaft höheren Nennwert aufweisen als die Aktien der Zielgesellschaft, die sie eingeliefert haben, da der höhere Nennwert nicht auf eine Umwandlung der Reserven der Zielgesellschaft zurückgeht, sondern auf die Abgabe von Aktien durch den Anbieter. Fusionieren allerdings innerhalb von fünf Jahren nach Vollzug eines Tauschangebotes der Anbieter und die Zielgesellschaft, so wird die Transaktion bezüglich der Verrechnungssteuer wie eine Fusion behandelt, d.h., auf der Nennwerterhöhung bzw. auf einer Ausgleichszahlung, welche die Aktionäre der Zielgesellschaft im Tauschangebot erhalten haben, wird die Verrechnungssteuer erhoben[3202]. Kann die Verrechnungssteuerbelastung aus praktischen Gründen nachträglich nicht mehr auf die Verkäufer der Aktien abgewälzt werden[3203], gilt die Übernahme der Verrechnungssteuer durch die Gesellschaft selbst wieder als geldwerte Leistung, die von der Verrechnungssteuer erfasst wird. Die ursprüngliche verrechnungssteuerpflichtige Leistung der Zielgesellschaft muss daher in diesen Fällen „ins Hundert" aufgerechnet werden. Dies führt dazu, dass sich die Verrechnungsteuer auf 53,85% der steuerbaren Leis-

---

3199 Duss/von Ah, Kommentar Steuerrecht, N. 123 ff. zu Art. 4 VStG; Pfund (1971), N. 3 zu Art. 4; Reich, Vermögensertragsbegriff, S. 273 ff.

3200 Derartige versteckte Ausschüttungen („geldwerte Leistungen") liegen insbesondere vor, wenn eine Gesellschaft einem Aktionär bzw. einer anderen nahestehenden Person Leistungen zu Preisen erbringt, die unter dem Marktniveau liegen, oder von derartigen Personen Leistungen zu Preisen einkauft, die über dem Marktniveau liegen; Duss/von Ah, Kommentar Steuerrecht, N. 123 ff. zu Art. 4 VStG; BGE 119 Ib 431; BGE 110 Ib 127.

3201 Betschart (2006), S. 92; Tschäni (2003a), S. 390; Sautter/Weidmann, BSK, N. 441 vor Art. 3 FusG.

3202 ASA 72, 413; Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45, Beispiel Nr. 7 im Anhang I zum Kreisschreiben; Betschart (2006), S. 92.

3203 Werden die Aktien beim Vollzug eines öffentlichen Übernahmeangebotes über das Bankensystem eingeliefert, so sind die Verkäufer der Zielgesellschaft im Normalfall gar nicht bekannt und können aufgrund des Bankgeheimnisses auch nicht eruiert werden.

tung beläuft und von der Zielgesellschaft zusätzlich zum ausbezahlten Kaufpreis erbracht werden muss.

Wenn die Zielgesellschaft vor einem Übernahmeangebot eine Dividende ausbezahlt, so unterliegt diese der Verrechnungssteuer von 35%, die wie bei jeder Dividendenzahlung bei der Auszahlung abgezogen wird.

2. Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft

2.1 Besteuerung als Teilliquidation

Der Rückkauf von Aktien stellt eine direkte Teilliquidation dar, da dem Aktionär ein Teil des Eigenkapitals zurückerstattet wird. Diese Rückzahlung des Eigenkapitals unterliegt gemäss Art. 4a VStG insoweit der Verrechnungssteuer, als auf diese Weise Reserven der Gesellschaft ausgeschüttet werden. Da bei einem Rückkauf die Differenz zwischen Nominalwert und Kaufpreis notwendigerweise aus Reserven stammt, wird die Verrechnungssteuer gemäss Art. 4a Abs. 1 VStG auf der Differenz zwischen Rückkaufspreis und Nominalwert erhoben[3204]. Diese Verrechnungssteuer wird von der Gesellschaft beim Rückkauf direkt abgezogen, sodass der Verkäufer, der seine Aktien der Gesellschaft verkauft, nicht den gesamten Kaufpreis erhält, sondern nur einen Teilbetrag in Höhe des Nominalwertes zuzüglich 65% der Differenz zwischen Rückkaufpreis und Nominalwert[3205].

2.2 Ausnahmen von der Besteuerung

Die Verrechnungssteuer wird allerdings nicht erhoben, falls die in Art. 4a Abs. 2 VStG aufgeführten Bedingungen erfüllt werden[3206]:

- Die zurückgekauften Aktien werden nicht in einer Kapitalherabsetzung vernichtet.

- Die Gesellschaft kauft nicht mehr als 10% der Aktien zurück[3207].

3204 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 19. August 1999 Ziff. 2.1; von Ah/Duss, Kommentar Steuerrecht, N. 28 ff. zu Art. 4a VStG; Lengauer/Utzinger/Morf (2003), S. 283.

3205 Diese Art der Auszahlung muss im Angebotsprospekt der Gesellschaft bzw. im Angebotsinserat dargestellt werden; der Abzug der Verrechnungssteuer ist auch der Grund dafür, dass eine Gesellschaft, die Aktien zum Zweck der Kapitalherabsetzung zurückkauft, derartige Rückkäufe auf einer zweiten Handelslinie tätigt. Die Verkäufer wissen dann, dass bei Verkäufen auf dieser Handelslinie die Verrechnungssteuer abgezogen wird.

3206 Vgl. zu diesen Bedingungen von Ah/Duss, Kommentar Steuerrecht, N. 50 ff. zu Art. 4a VStG; Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 19. August 1999 Ziff. 2.1.

3207 Ein Rückkauf von 20% ist möglich, wenn der Rückkauf aufgrund der Vinkulierungsbestimmungen erfolgt. Dieser Fall kann aber bei kotierten Gesellschaften wegen der gemäss Art. 685 OR eingeschränkten Vinkulierungsmöglichkeiten von vornherein nicht vorliegen.

- Die zurückgekauften Aktien werden innert sechs Jahren weiterverkauft[3208]. Diese Frist steht gemäss Art. 4a Abs. 3 VStG still, sofern die betreffende Gesellschaft die eigenen Aktien zur Abdeckung einer Wandelanleihe, einer Optionsanleihe oder eines Mitarbeiterbeteiligungsplans erworben hat, wobei der Fristst illstand bis zum Erlöschen der betreffenden Verpflichtungen dauert. Soweit Mitarbeiterbeteiligungsprogramme abgedeckt werden, kann die Frist allerdings höchstens sechs Jahre stillstehen.

  Zu diesem Fristst illstand kommt es allerdings nur, wenn zwischen dem Erwerb eigener Aktien und der betreffenden Wandel- oder Optionsanleihe bzw. dem Mitarbeiterbeteiligungsplan ein ursprünglicher kausaler Zusammenhang besteht[3209]. Dies bedingt, dass die Gesellschaft entweder die betreffenden Aktien zurückkauft, um Verpflichtungen aus einer bereits bestehenden Wandel- oder Optionsanleihe bzw. einem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm abzudecken, oder aber Aktien mit dem Ziel kauft, um sie für eine spätere Wandel- oder Optionsanleihe bzw. ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm zu verwenden; in beiden Fällen müssen die betreffenden Aktien bereits beim Kauf diesem Zweck definitiv gewidmet werden, indem sie in der Buchhaltung der Gesellschaft auf ein spezielles Konto ausgeschieden werden[3210]. Da daher bereits beim Erwerb der betreffenden Aktien ein direkter Zusammenhang zwischen dem Rückkauf und einer Wandel- und Optionsanleihe bzw. einem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm bestehen muss, ist es nicht möglich, die ursprüngliche Frist von sechs Jahren dadurch zu erstrecken, dass die zurückgekauften Aktien während des Fristenlaufs nachträglich zur Deckung einer Wandel- oder Optionsanleihe bzw. eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms verwendet werden[3211].

Sofern sich nachträglich zeigt, dass diese Bedingungen nicht erfüllt wurden, weil die Aktien nach sechs Jahren bzw. nach einer um einen allfälligen Fristst illstand erstreckten Frist immer noch nicht weiterverkauft worden sind oder die Gesellschaft die zurückgekauften Aktien entgegen der ursprünglichen Absicht während der Haltefrist durch Kapitalherabsetzung vernichtet hat, muss die Gesellschaft nachträglich die Verrechnungssteuer abliefern[3212]. Diese Steuern muss sie gemäss Art. 14 VStG auf die Aktionäre, die ihr die Aktien verkauft haben, überwälzen, d.h. von diesen nachträglich die Zahlung der Ver-

---

3208 Wegen dieser Frist, nach deren Ablauf die normalen Regeln über die Teilliquidation greifen, spricht Giger (1998), S. 660, von der „aufgeschobener“ Teilliquidation; vgl. von Ah/Duss, Kommentar Steuerrecht, N. 51 zu Art. 4a VStG.

3209 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 19. August 1999 Ziff. 2.2; Jaussi (2002), S. 394 ff.

3210 Präzisierung von Ziff. 2.2 des Kreisschreibens Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 26. März 2002 Anhang 1 und Anhang 2 mit detaillierter Darstellung der Widmung durch Einbuchung in Spezialkonten; vgl. von Ah/Duss, Kommentar Steuerrecht, N. 71 ff. zu Art. 4a VStG; Jaussi (2002), S. 294 ff.

3211 Duss/von Ah, Kommentar Steuerrecht, N. 72 zu Art. 4a VStG; Präzisierung von Ziff. 2.2 des Kreisschreibens Nr. 5 vom 19. August 1999 vom 26. März 2002 Anhang 1.

3212 Duss/von Ah, Kommentar Steuerrecht, N. 61 ff. zu Art. 4a VStG.

rechnungssteuer einfordern[3213]. Soweit es der Gesellschaft aus praktischen Gründen nicht möglich ist, die Verrechnungssteuer zu überwälzen, weil der Gesellschaft die verkaufenden Aktionäre nicht bekannt sind[3214], stellt die Zahlung der Verrechnungssteuer selber wieder eine geldwerte Leistung dar, was dazu führt, dass der Steuerbetrag „ins Hundert" aufgerechnet werden muss[3215]. In einem derartigen Fall muss die Gesellschaft daher 53,85% der Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nominalwert an Verrechnungssteuern bezahlen[3216].

2.3 Die Abgabe von Put-Optionen

Die Abgabe von Put-Optionen im Rahmen eines Rückkaufangebotes von Aktien wird nicht mit der Verrechnungssteuer belastet. Die Ausgabe von Rückgaberechten stellt eine blosse Anwartschaft auf den Rückkauf dar und führt selbst noch nicht zu einer Leistung der Gesellschaft an ihre Aktionäre. Zu einer steuerbaren Leistung kommt es erst beim Vollzug des Rückkaufs, d.h., wenn die Put-Optionen ausgeübt werden[3217].

3. Rückforderung der Verrechnungssteuer

Aktionäre, die in der Schweiz aufgrund ihres Wohnsitzes bzw. Sitzes unbeschränkt steuerpflichtig sind, haben gemäss Art. 21 ff. VStG Anrecht auf vollumfängliche Rückerstattung der Verrechnungssteuer, falls sie die betreffenden Erträge in ihrer Steuererklärung richtig und vollständig angegeben haben bzw. in der Erfolgsrechnung, die ihrer Steuererklärung zugrundeliegt, ordnungsgemäss verbucht haben[3218]. Die Verrechnungssteuer kann auch dann zurückgefordert werden, wenn die betreffenden Erträge aufgrund von Steuerprivilegien oder Abzugsmöglichkeiten nur teilweise bzw. gar nicht besteuert werden. Daher können insbesondere steuerbefreite institutionelle Anleger oder auch Gesellschaften, die aufgrund eines Steuerprivilegs als Holding-, Domizil- oder gemischte Gesellschaft oder aber aufgrund des Beteiligungsabzugs keine oder stark reduzierte Steuern auf den betreffenden Ausschüttungen bezahlen, die Verrechnungssteuer vollumfänglich zurückfordern[3219].

Im Ausland domizilierte Aktionäre können die Verrechnungssteuer nur soweit zurückfordern, als dies in den auf sie anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehen ist, was normalerweise dazu führt, dass eine Sockelsteuer

---

3213 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 19. August 1999 Ziff. 2.6.

3214 Wenn Aktien über die normale Handelslinie an der Börse gekauft worden sind, sind die Namen der Aktionäre der Gesellschaft normalerweise nicht bekannt.

3215 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 19. August 1999 Ziff. 2.6; von Ah (2001), S. 318.

3216 Wurden ursprünglich netto CHF 100 ausbezahlt und wird die Übernahme der Verrechnungssteuer durch die Gesellschaft als geldwerte Leistung der Gesellschaft betrachtet, so beläuft sich die Bruttoauszahlung auf CHF 153.85; CHF 53.85 entsprechen 35% von CHF 153.85.

3217 ASA 68, 739; Duss (1997), S. 335 ff.; von Ah (2001), S. 341.

3218 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 19. August 1999, Ziff. 3.

3219 Art. 25 VStG, setzt bei juristischen Personen die ordnungsgemässe Verbuchung des mit der Verrechnungssteuer belasteten Ertrages voraus, nicht aber die tatsächliche Versteuerung zu einem bestimmten Satz.

in Höhe von meist 15% zurückbleibt[3220]. Ob diese Sockelsteuer im Land, in dem der betreffende Aktionär domiziliert ist, an die lokal zu bezahlenden Steuern angerechnet werden kann, hängt sowohl vom anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen wie auch vom lokal geltenden Steuerrecht ab. Ist der Aktionär, der die mit der Verrechnungssteuer belastete Leistung erhalten hat, in einem Land domiziliert, das mit der Schweiz kein Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen hat[3221], kann die Verrechnungssteuer weder reduziert noch zurückgefordert werden und verbleibt somit als endgültige Belastung.

Die Darstellung der Rückforderungsmöglichkeiten zeigt, dass die Verrechnungssteuer bei in der Schweiz domizilierten Aktionären nicht zu einer endgültigen Steuerbelastung führt; die Frage, ob eine Transaktion steuerlich attraktiv oder unattraktiv ist, entscheidet sich daher für in der Schweiz domizilierte Aktionäre immer aufgrund der Einkommens- bzw. Ertragssteuern, nicht aber aufgrund der Verrechnungssteuer, die höchstens zu einer Liquiditäts- bzw. Zinseinbusse während der Zeit zwischen Erhebung und Rückforderung führt. Bei ausländischen Aktionären kann die Verrechnungssteuer aber zum wesentlichen Problem werden, da sie je nach Domizil des betreffenden Aktionärs bzw. je nach anwendbarem Doppelbesteuerungsabkommen zu einer mehr oder weniger hohen Endbelastung führt.

3220 Meist sehen Doppelbesteuerungsabkommen allerdings einen tieferen Satz oder sogar eine vollständige Entlastung vor, wenn die Beteiligung einer Gesellschaft gehört und sich auf einen im Doppelbesteuerungsabkommen definierten Mindestprozentsatz beläuft (Schachtelprivileg); typischerweise ist dazu eine Beteiligung zwischen 10 und 20% notwendig.

3221 Dieser Fall tritt insbesondere bei allen Offshore-Locations ein (Liechtenstein, Cayman Islands etc.).

D. STEMPELSTEUERN

1. Umsatzabgabe

Die Umsatzabgabe wird gemäss Art. 13 Abs. 1 StG bei Käufen bzw. Verkäufen von Wertpapieren erhoben, falls der Käufer, der Verkäufer oder eine Person die als Vermittler an der Transaktion mitgewirkt hat, ein Effektenhändler[3222] im Sinne des Stempelsteuergesetzes ist[3223]. Diese Umsatzabgabe beläuft sich bei Transaktionen in Wertpapieren schweizerischer Gesellschaften gemäss Art. 16 Abs. 1 StG auf 0,15% des Kaufpreises; bei Wertpapieren ausländischer Gesellschaften beträgt sie dagegen 0,3%[3224]. Die Umsatzabgabe kommt bei öffentlichen Übernahmeangeboten in folgenden Fällen zur Anwendung:

1.1 Barangebote

Da ein öffentliches Angebot für Aktien schweizerischer Gesellschaften praktisch immer über eine Bank bzw. einen Effektenhändler abgewickelt wird, fällt die Umsatzabgabe von 0,15% bei derartigen Transaktionen allein schon wegen der Einschaltung einer Bank bzw. eines Effektenhändlers als Abwicklungsstelle an[3225]. Dementsprechend muss die Umsatzabgabe bei Barangeboten immer als Kostenkomponente einberechnet werden.

1.2 Tauschangebote

Bei einem Tausch wird die Umsatzabgabe zweimal erhoben, da für die Zwecke der Umsatzabgabe ein Tausch als Kombination von zwei Kauftransaktionen (Verkauf der Aktien der Zielgesellschaft an den Anbieter, Verkauf der Aktien des Anbieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft) betrachtet wird[3226]. Damit werden bei einem Tausch gegen Aktien einer schweizerischen Gesellschaft Umsatzabgaben in Höhe von insgesamt 0,3% fällig[3227]. Werden bei einem Tauschangebot für die Aktien einer Schweizer Zielgesellschaft ausländische Aktien angeboten, so beläuft sich die Umsatzabgabe für die Abgabe dieser Aktien an die Aktionäre der Zielgesellschaft auf 0,3%, weshalb sich zusammen mit der Belastung von 0,15% auf der Übernahme der Aktien der Zielgesellschaft eine gesamte Umsatzsteuerbelastung in Höhe von 0,45% ergibt[3228].

3222 Als Effektenhändler gelten gemäss Art. 13 Abs. 3 StG nicht nur Banken und professionelle Effektenhändler, sondern auch sämtliche juristische Personen, deren Aktiven nach Massgabe der letzten Jahresbilanz zu mehr als CHF 10 Mio. aus steuerbaren Urkunden, d.h. Obligationen, Aktien, anderen Beteiligungspapieren und Anlagefonds, bestehen. Kreisschreiben Nr. 12 der Eidg. Steuerverwaltung vom 20. Dezember 2005, S. 6; Höhn/Waldburger (2002), Bd. 1, S. 725.

3223 Höhn/Waldburger (2002), Bd. 1, S. 718; BGE 108 Ib S. 28.

3224 Kreisschreiben Nr. 12 der Eidg. Steuerverwaltung vom 20. Dezember 2005, S. 8; Kritik an der Ungleichbehandlung, Sautter/Weidmann, N. 274 vor Art. 3 FusG;

3225 Tschäni (2003a), S. 390 f.; Betschart (2006), S. 91.

3226 Kreisschreiben Nr. 12 der EStV vom 20. Dezember 2005, S. 28; Tschäni (2003a), S. 391.

3227 Beim Tausch bemisst sich die anfallende Umsatzabgabe gemäss Art. 16 Abs. 2 StG auf dem Verkehrswert der beim Tausch übergebenen Wertpapiere des Übernehmers.

3228 Betschart (2006), S. 92.

Stammen die vom Anbieter angebotenen Aktien allerdings nicht aus Eigenbeständen des Anbieters, sondern werden sie im Rahmen einer Kapitalerhöhung des Anbieters durch Sacheinlage der Aktien der Zielgesellschaft geschaffen, so fällt gemäss Art. 14 Abs. 1 lit. a und lit. b StG weder auf der Auslieferung der neuen Aktien des Anbieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft noch auf der Einlieferung der Aktien der Zielgesellschaft durch deren Aktionäre eine Umsatzabgabe an; diese Bestimmungen nehmen die Sacheinlage von Urkunden zur Liberierung in- und ausländischer Aktien bzw. die Ausgabe in- und ausländischer Aktien von der Umsatzabgabe aus[3229].

1.3 Rückkauf eigener Aktien

Die Umsatzabgabe fällt grundsätzlich auch dann an, wenn eine Gesellschaft selbst Aktien zurückkauft, sofern entweder die Gesellschaft selbst Effektenhändler im Sinne von Art. 13 Abs. 3 StG ist oder aber eine Bank oder ein Effektenhändler an der Transaktion mitwirkt[3230]. Wenn eine Gesellschaft eigene Aktien zurückkauft, um diese in einer Kapitalherabsetzung zu vernichten, so entfällt die Umsatzabgabe jedoch, da gemäss Art. 14 Abs. 1 lit. e StG die Rücklieferung von Aktien zur Vernichtung von der Umsatzabgabe ausgenommen ist[3231].

2. Emissionsabgabe

Wenn eine schweizerische Gesellschaft Aktien ausgibt oder bei bestehenden Aktien den Nennwert erhöht, so wird gemäss Art. 5 Abs. 1 StG die Emissionsabgabe in Höhe von 1% erhoben[3232]. Diese Steuer wird gemäss Art. 8 Abs. 1 lit. a StG von dem Betrag erhoben, welcher der Gesellschaft als Gegenleistung für die Ausgabe der Beteiligungsrechte bzw. die Erhöhung des Nennwertes zufliesst, mindestens aber vom Nennwert der neu ausgegebenen Aktien bzw. vom Betrag, um den der Nennwert erhöht wird[3233].

Bei öffentlichen Übernahmeangeboten kommt es in folgenden Fällen zu einer Belastung mit der Emissionsabgabe:

3229 Kreisschreiben Nr. 12 der EStV vom 20. Dezember 2005, S. 11; Tschäni (2003a), S. 391; Sautter/Weidmann, BSK, N. 446 vor Art. 3 FusG; Betschart (2006), S. 92.

3230 Diese Bedingung ist bei fast allen Transaktionen gegeben, da ein Rückkauf praktisch zwingend durch eine Bank bzw. einen Effektenhändler abgewickelt werden muss.

3231 Kreisschreiben Nr. 12 der EStV vom 20. Dezember 2005, S. 29 f.; Sautter/Weidmann, BSK, N. 278 vor Art. 3 FusG.

3232 BGE 115 1b 233236; BGE 105 Ib, S. 177. Bei der Ausgabe von neuen Aktien durch die Zielgesellschaft im Rahmen einer Kraftloserklärung im Sinne von Art. 33 BEHG wird keine Emissionsabgabe erhoben, da der Gesellschaft kein neues Kapital zufliesst, sondern nur neue Urkunden über bereits bestehende Aktien ausgegeben werden. Betschart (2006), S. 92.

3233 Höhn/Waldburger (2002), Bd. 1, S. 703 ff. m.w.H. Die Emissionsabgabe wird gemäss Art. 5 Abs. 2 lit. a StG zusätzlich auch auf Zuschüssen erhoben, welche die Gesellschafter ohne entsprechende Gegenleistung an ihre Gesellschaft erbringen (A-fonds-perdu-Beiträge). ASA 56, 141.

2.1 Barangebote

Bei Barangeboten fällt keine Emissionsabgabe an, da keine neuen Aktien geschaffen werden.

2.2 Tauschangebote

Werden in einem Tauschangebot Aktien einer schweizerischen Gesellschaft zum Tausch angeboten, die gegen Sacheinlage der Aktien der Zielgesellschaft neu geschaffen werden, so fällt grundsätzlich die Emissionsabgabe an. Diese Emissionsabgabe entfällt aufgrund von Art. 6 Abs. 1 lit. a^{bis} StG jedoch, wenn das Tauschangebot zu einer fusionsähnlichen Transaktion führt[3234]. Eine derartige Transaktion liegt vor, wenn die übernehmende Gesellschaft nach der Übernahme mindestens 50% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält und das Entgelt, das die Aktionäre der Zielgesellschaft für ihre Aktien erhalten, zu mindestens 50% aus Aktien der übernehmenden Gesellschaft besteht[3235]. Sofern der gesamte Nennwert der Aktien, welche die übernehmende Gesellschaft ausgibt, höher ist als der Nennwert der zum Tausch angebotenen Aktien der Zielgesellschaft, wird die Emissionsabgabe auch bei Vorliegen einer fusionsähnlichen Transaktion aber auf diesem überschiessenden Betrag des Nennwertes erhoben, sofern der höhere Nennwert nicht mit sachlichen Gründen gerechtfertigt werden kann und deshalb eine Abgabeumgehung vorliegt[3236]. Wenn sich die Nennwerterhöhung daher im Rahmen der Transaktionsstruktur allein aufgrund der unterschiedlichen Unternehmenswerte und der unterschiedlichen Nennwerte der Aktien der beteiligten Gesellschaften ergibt[3237], so fällt nach diesem Grundsatz keine Emissionsabgabe an. Da die Abgrenzung zwischen Abgabeumgehung und einer durch die Transaktionsstruktur bedingten Erhöhung der Nennwerte eine Würdigung der Beweggründe der beteiligten Gesellschaften und Personen erfordert, empfiehlt es sich vor der Transaktion, das Gespräch mit der Eidg. Steuerverwaltung zu suchen und einen Vorabentscheid über die steuerliche Behandlung einzuholen, sobald eine Transaktion zu einer Erhöhung des gesamten Nennwertes führt.

3234 Betschart (2006), S. 92; vgl. Tschäni (2003a), S. 390; Sautter/Weidmann, BSK**,** N. 229 ff. sowie N. 443 vor Art. 3 FusG.

3235 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 44; Sautter/Weidmann, BSK**,** N. 240 vor Art. 3 FusG.

3236 ASA 72, 413; Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45.

3237 Zu einer derartigen Situation kommt es beim Aktientausch, wenn der Nominalwert der Aktien des Anbieters im Vergleich zu seinem Unternehmenswert pro Aktie grösser ist als das entsprechende Verhältnis bei der Zielgesellschaft. Bei einer derartigen Konstellation müssen die Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen des Tauschangebotes notwendigerweise Aktien des Anbieters erhalten, die einen höheren Nennwert aufweisen als die Aktien der Zielgesellschaft, die sie abgegeben.

E. DIE STEUERLICHE BEHANDLUNG DER FUSION

Eine Fusion zwischen Übernehmer und Zielgesellschaft hat in wirtschaftlicher Hinsicht die gleichen Auswirkungen wie ein Tauschangebot oder, sofern eine Fusion mit einer Ausgleichszahlung verbunden wird, wie eine Tauschofferte mit Barkomponente[3238]. In wirtschaftlicher Betrachtung liegt die massgebliche Differenz von Fusion und Umtauschangebot darin, dass das Umtauschangebot nur erfolgreich ist, wenn sich die Aktionäre individuell zum Umtausch entschliessen und das entsprechende Angebot annehmen, während die Fusion durch Mehrheitsbeschluss der Generalversammlung der beiden beteiligten Gesellschaften bewirkt wird und dieser Beschluss für sämtliche Aktionäre gilt[3239]. Dementsprechend kann es bei einem Umtauschangebot dazu kommen, dass der Anbieter nicht alle Aktien der Zielgesellschaft erhält und diesen Zustand nicht durch eine Kraftloserklärung im Sinne von Art. 33 BEHG ändern kann, weil der Anbieter nicht über 98% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügt[3240]. Bei einer Fusion dagegen werden sämtliche Aktien der übernommenen Gesellschaft in Aktien der übernehmenden Gesellschaft umgewandelt, sodass das Problem einer Minderheitsbeteiligung an der übernommenen Gesellschaft von vornherein nicht entstehen kann. Der Entscheid zwischen den beiden Transaktionsvarianten – öffentliches Angebot einerseits und Fusion andererseits – wird neben diesen Überlegungen zur Erfassung von Minderheitsaktionären häufig auch von steuerlichen Gesichtspunkten beeinflusst, weshalb die steuerlichen Konsequenzen einer Fusion im Folgenden summarisch dargestellt werden sollen[3241]. Ausserdem wird ein Tauschangebot nach der Praxis der Eidg. Steuerverwaltung steuerlich gleich wie eine Fusion behandelt, wenn die übernehmende Gesellschaft innert fünf Jahren nach Vollzug eines Tauschangebotes mit der Zielgesellschaft fusioniert[3242], weshalb es bei Tauschangeboten indirekt zur Anwendung der steuerlichen Regeln über die Fusion kommen kann.

1. Einkommens- und Ertragssteuern bei den Aktionären

1.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen

Die Fusion löst bei einer natürlichen Person, die Aktien im Privatvermögen hält, grundsätzlich keine Einkommenssteuern aus. Letztlich liegt nicht einmal ein privater Kapitalgewinn vor, da der Aktionär die Aktien nicht verkauft, sondern – entsprechend dem fusionsrechtlichen Grundsatz der Kontinuität

---

3238 Vgl. zur Austauschbarkeit dieser Transaktionen Tschäni (2008), S. 430 ff.

3239 Tschäni (2008), S. 435.

3240 Schärer/Zeiter (2003), S. 64 ff.; Betschart (2006), S. 93.

3241 Vgl. dazu im Einzelnen Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 29 ff.

3242 ASA 72, S. 413; Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45.

der Mitgliedschaftsrechte – seine Beteiligung in veränderter Form fortsetzt[3243]. Vom Grundsatz, dass bei einer Fusion keine Einkommenssteuern anfallen, gibt es allerdings folgende Ausnahmen:

- Nennwerterhöhung

  Falls der Aktionär der übernommenen Gesellschaft in einer Fusion Aktien der übernehmenden Gesellschaft erhält, deren Nennwert gesamthaft höher ist als der Nennwert der Aktien, die er vor der Fusion gehalten hat, wird die Nennwertdifferenz beim Aktionär als Einkommen besteuert[3244]. Diese Besteuerung folgt letztlich der Logik des Nominalwertprinzips und wird damit begründet, dass die Nennwerterhöhung eine Leistung der Gesellschaft darstellt, an der der Aktionär beteiligt ist[3245].

  Eine derartige Nennwerterhöhung kann sich aus der Mechanik der Transaktion aufgrund unterschiedlicher Unternehmenswerte und unterschiedlicher Nominalkapitalien ergeben: Für die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft muss es im Umtauschverhältnis immer dann zu einer Nennwerterhöhung kommen, wenn das Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Nominalkapital bei der übernommenen Gesellschaft höher ist als bei der übernehmenden Gesellschaft[3246]. Die Nennwerterhöhung kann vermieden werden, wenn die übernehmende Gesellschaft ihr Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Nominalkapital vor dem Vollzug der Transaktion dem Verhältnis bei der übernommenen Gesellschaft anpasst, indem sie den Nennwert ihrer Aktien herabsetzt. Nach der Praxis der Eidg. Steuerverwaltung genügt es dabei, das Kapital der übernehmenden Gesellschaft so weit herabzusetzen, dass die übernehmende Gesellschaft nach der Fusion das gleich hohe Nominalkapital aufweist wie vorher die übernehmende und die übernommene Gesellschaft zusammen. Damit kommt es zwar bei den Aktionären der übernommenen Gesellschaft zu einem Nennwertanstieg, dieser bleibt jedoch steuerfrei, weil der Gesamtbetrag des Nennwertes dank der Kapitalherabsetzung der übernehmenden Gesellschaft nicht erhöht worden ist

---

3243 Der Grundsatz der Kontinuität der Mitgliedschaft ergibt sich aus Art. 7 Abs. 1 FusG; dazu im Einzelnen Tschäni/Papa, BSK, N. 1 zu Art. 7 FusG; Glanzmann, Stämpflis Handkommentar, N. 7 zur Art. 7 FusG; Glanzmann (2004), S. 140; Reich (2004), S. 124.

3244 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 31.

3245 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 31; Reich/Duss (1996), S. 81; Sautter/Weidmann, BSK, N. 44 vor Art. 3 FusG; Reich (2004), S. 125; Spori/Gerber (2003), S. 702. Zur Kritik an der Besteuerung Böckli (1998a), S. 15 f. M.E. ist diese Besteuerung allerdings im Rahmen des Systems der Besteuerung natürlicher Personen gerechtfertigt, da der betreffende Nennwert den Aktionären steuerfrei zurückbezahlt werden kann. Vgl. Spori/Gerber (2003), S. 703 f.

3246 Unternehmenswert geteilt durch Nominalkapital.

und deshalb gesamthaft betrachtet keine Leistung der übernehmenden Gesellschaft an ihre Aktionäre vorliegt[3247].

- Ausgleichszahlung

  Sofern im Rahmen der Fusion eine Ausgleichszahlung erbracht wird, wird diese als Ausschüttung betrachtet, da sie aus den Reserven der Gesellschaft erfolgt, an der der Aktionär beteiligt ist[3248]. Ausgleichszahlungen können allerdings mit einer allfälligen Nennwertreduktion verrechnet werden[3249].

Wird ein Zusammenschluss nicht durch eine Fusion, sondern durch ein öffentliches Angebot mit Aktientausch vollzogen, so fallen diese Belastungen – wie vorne in Ziff. IV.B.2.1 dargestellt – nicht an. Dies gilt auch dann, wenn eine Barkomponente bezahlt wird oder die Aktionäre der Zielgesellschaft im Tausch Aktien erhalten, deren gesamter Nennwert den gesamten Nennwert der Aktien übersteigt, die sie im Tauschangebot abgeliefert haben, da es sich bei diesen Leistungen nicht um Leistungen der Zielgesellschaft handelt, an der die betreffenden Aktionäre beteiligt sind, sondern um Leistungen des Anbieters, d.h. eines Dritten[3250]. Daher ist ein öffentliches Tauschangebot für natürliche Personen als Aktionäre der Zielgesellschaft günstiger als eine Fusion, wenn sich aufgrund der Bewertung und der Nennwertverhältnisse bei einer Übernahme eine Nennwerterhöhung ergibt oder eine Ausgleichszahlung erfolgt. Allerdings ist zu beachten, dass Nennwerterhöhungen und Ausgleichszahlungen bei einem öffentlichen Angebot mit Aktientausch nachträglich wie bei einer Fusion besteuert werden, wenn die übernehmende Gesellschaft und die Zielgesellschaft innerhalb von fünf Jahren nach Durchführung eines Tauschangebotes fusionieren[3251].

1.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen

Die Fusion führt nicht zu steuerbarem Einkommen, da sie wegen der Kontinuität der Mitgliedschaftsrechte nicht als Realisierung betrachtet wird und der

---

3247 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 31; vgl. die Fusionen Kardex/Tuxedo Invest und PSP/REG im Jahr 2003 bzw. 2004.

3248 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 31 f.; Reich/Duss (1996), S. 83; Sautter/Weidmann, BSK, N. 45 vor Art. 3 FusG; StE 1991 B 24.4 Nr. 28; Betschart (2006), S. 95. Kritisch zur Besteuerung der Ausgleichszahlungen Böckli (1998a), S. 16 f., der eine Leistung der übernehmenden Gesellschaft sieht, die analog zu einer Kaufpreiszahlung steuerfrei bleiben sollte. Diese Auffassung ist zwar insofern logisch, als die übernehmende Gesellschaft den betreffenden Betrag den Aktionären der übernommenen Gesellschaft in Aussicht stellt. Sie führt aber zu Abgrenzungsschwierigkeiten, da durch die Fusion die Vermögen der übernommenen und der übernehmenden Gesellschaft zusammengelegt werden und damit nicht mehr zwischen diesen beiden Vemögensmassen unterschieden werden kann, weshalb aus wirtschaftlicher Sicht letztlich nicht klar ist, von welcher Gesellschaft die Zahlung erfolgt bzw. refinanziert wird. Vgl. Spori/Gerber (2003), S. 706.

3249 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 31; Reich (2004), S. 125.

3250 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 28; Jung (2005), S. 412.

3251 StE 2002 B.24.4 Nr. 66; Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45; Jung (2005), S. 415.

betreffende Aktionär daher die Beteiligung an der fusionierten Gesellschaft mit dem gleichen Buchwert in seiner Buchhaltung weiterführen kann wie die vorherige Beteiligung an der übernommenen Gesellschaft[3252]. Auch eine Nennwerterhöhung hat bei Aktien, die im Geschäftsvermögen gehalten werden, keine Besteuerung zur Folge, da für Aktiven im Geschäftsvermögen nicht das Nominalwert-, sondern das Buchwertprinzip gilt[3253]. Eine Ausgleichszahlung dagegen führt grundsätzlich zu steuerbarem Einkommen, da diese Zahlung wie eine Ausschüttung bzw. Dividende behandelt wird[3254]. Sinkt der Aktienkurs allerdings nach der Entrichtung der Ausgleichszahlung unter den steuerlich massgeblichen Buchwert, so kann dieser Ertrag durch eine entsprechende Abschreibung auf der Beteiligung kompensiert werden[3255].

1.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz

Bei Kapitalgesellschaften, die Aktien der übernommenen Gesellschaft halten, führt eine Fusion nicht zu einem steuerbaren Ertrag, da es aufgrund der Kontinuität der Mitgliedschaftsrechte nicht zu einer Realisierung kommt und die betreffende Gesellschaft daher die Beteiligung an der fusionierten Gesellschaft zum gleichen Buchwert in ihrer Buchhaltung weiterführen kann wie die vorherige Beteiligung an der übernommenen Gesellschaft[3256]. Eine Nennwerterhöhung hat ebenfalls keine Steuerfolgen, da Kapitalgesellschaften nach dem Buchwertprinzip und nicht nach dem Nominalwertprinzip besteuert werden[3257]. Eine Ausgleichszahlung wird in steuerlicher Hinsicht dagegen als Ausschüttung betrachtet und stellt daher grundsätzlich steuerbaren Ertrag dar. Auf diesem Ertrag kann die betreffende Kapitalgesellschaft allerdings den Beteiligungsabzug geltend machen, falls sie die Bedingungen für den Beteiligungsabzug für Ausschüttungen gemäss Art. 69 DBG bzw. Art. 28 Abs. 1 StHG erfüllt[3258], d.h., wenn ihre Beteiligung an der übernommenen Gesellschaft einen Verkehrswert von mindestens CHF 2 Millionen aufweist oder sich auf mindestens 20% des Grundkapitals der übernommenen Gesellschaft beläuft.

2. Ertragsbesteuerung der beteiligten Gesellschaften

Bei einem Tauschangebot stellt sich die Frage nach der Besteuerung der Zielgesellschaft grundsätzlich nicht, da die Transaktion bei der Zielgesellschaft selbst zu keinerlei Veränderungen führt, sondern allein zwischen den Aktionären der Zielgesellschaft und der Anbieterin stattfindet[3259]. Anders präsentiert sich die Situation bei Fusionen, da die Aktiven der übernommenen Gesellschaft auf die übernehmende Gesellschaft übergehen. Gemäss Art. 61

3252 Reich (2004), S. 126; Jung (2005), S. 412; Sautter/Weidmann, BSK, N. 112 vor Art. 3 FusG; Betschart (2006), S. 95.

3253 Reich (2004), S. 127.

3254 Reich/Duss (1996), S. 81; Reich (2004), S. 127. Auf diesem Einkommen werden auch die Sozialversicherungsabgaben erhoben.

3255 Reich (2004), S. 127.

3256 Reich (2004), S. 127.

3257 Reich/Duss (1996), S. 81; Reich (2004), S. 127.

3258 Reich (2004), S. 127. Vgl. vorne Ziff. IV.B.3.3.1.

3259 Betschart (2006), S. 90.

DBG bzw. Art. 24 StHG werden bei einer derartigen Übertragung allerdings die stillen Reserven der übernommenen Gesellschaft nicht realisiert, soweit die übernehmende Gesellschaft für die Aktiven der übernommenen Gesellschaft weiterhin in der Schweiz steuerpflichtig bleibt und auch die bisherigen steuerlich relevanten Buchwerte fortsetzt[3260]. Aufgrund dieser gesetzlichen Regelung ist die Fusion dementsprechend auch auf Stufe der beiden beteiligten Gesellschaften steuerfrei[3261].

3. Verrechnungssteuer

Die Verrechnungssteuer in der Höhe von 35% wird auf allen Leistungen der fusionierten Gesellschaft an die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft erhoben, soweit es sich nicht um die Rückzahlung von Nennwert handelt[3262]. Derartige Leistungen liegen bei Fusionen in folgenden Fällen vor:

- Nennwertdifferenz

  Übersteigt der gesamte Nennwert der Aktien, die ein Aktionär der übernommenen Gesellschaft in der Fusion erhält, den gesamten Nennwert der Aktien, die er einliefert, so stellt diese Nennwertdifferenz eine geldwerte Leistung an die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft dar, die der Verrechnungssteuer zum Satz von 35% unterworfen ist[3263]. Die übernehmende Gesellschaft muss daher gemäss Art. 14 VStG einen Abzug zulasten der Aktionäre der übernommenen Gesellschaft machen. Falls die übernehmende Gesellschaft den Aktionären der übernommenen Gesellschaft im Rahmen der Fusion keine Ausgleichszahlung erbringt, ist ein derartiger Abzug praktisch aber kaum durchführbar[3264], was dazu führt, dass der Verrechnungssteuerbetrag „ins Hundert" aufgerechnet wird und zum Satz von 53,8% auf der Nennwerterhöhung von der übernehmenden Gesellschaft abgeliefert werden muss[3265].

  Selbst wenn es bei den Aktionären der übernommenen Gesellschaft zu einer Nennwerterhöhung kommt, wird nach der Praxis der Eidg. Steuerverwaltung keine Verrechnungssteuer erhoben, wenn durch eine vorher-

---

3260 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 30; Sautter/Weidmann, BSK, N. 28 f., N. 69 ff. vor Art. 3 FusG sowie N. 392 ff.; Reich/Duss (1996), S. 263 ff.; Betschart (2006), S. 95.

3262 Art. 20 Abs. 1 VStV; Duss/von Ah, Kommentar Steuerrecht, N. 123 ff. zu Art. 4 VStG mit m.w.H.; ASA 68, 739, ASA 64, 493.

3263 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 34; Sautter/Weidmann, N. 209 sowie 417 vor Art. 3 FusG.

3264 Letztlich müsste von den Aktionären verlangt werden, dass sie im Rahmen der Fusion nicht nur die Aktien der bisherigen Gesellschaft einliefern, sondern auch 35% der Nennwertdifferenz, bevor sie Aktien der übernehmenden Gesellschaft erhalten, oder es müsste ein Teil der auszugebenden Aktien einbehalten und verkauft werden, um mit dem Verkaufserlös die Verrechnungssteuer zu bezahlen (diese Lösung wurde im Übernahmeangebot der CS für die Winterthur vorgesehen, falls es nicht möglich gewesen wäre, die Übernahme durch Aktientausch zu vollziehen, und daher eine Fusion notwendig gewesen wäre).

3265 Vgl. vorne Ziff. IV.C.2.1.

gehende Herabsetzung des Kapitals der übernehmenden Gesellschaft sichergestellt wird, dass das Nominalkapital der übernehmenden Gesellschaft nach der Fusion gleich gross ist wie das gesamte Nominalkapital von übernommener und übernehmender Gesellschaft vor der Transaktion[3266].

- Ausgleichszahlungen

  Ausgleichszahlungen gelten als steuerbare Ausschüttungen der fusionierten Gesellschaft, weshalb diese Gesellschaft von einer derartigen Ausschüttung 35% Verrechnungssteuer abziehen muss[3267]. Auch bei Ausgleichszahlungen gilt, dass diese mit Nennwertherabsetzungen verrechnet werden können, sodass es nur zu einer Besteuerung kommt, wenn der Betrag des gesamten Nennwertes nach der Fusion zuzüglich der Ausgleichszahlungen über dem gesamten Betrag des Nennwertes der beiden Gesellschaften vor Fusion liegt[3268].

In der Schweiz domizilierte Aktionäre, die von einem Verrechnungssteuerabzug betroffen sind, können den Verrechnungssteuerbetrag gemäss Art. 21 ff. VStG vollumfänglich zurückfordern, falls sie die betreffende Leistung in ihrer Steuererklärung korrekt als Einkommen bzw. Ertrag deklarieren[3269]. Dieses Rückforderungsrecht besteht auch dann, wenn der betreffende Aktionär selbst keine Gewinnsteuern bezahlt, weil er entweder als steuerbefreiter institutioneller Anleger keine derartigen Steuern zahlen muss oder aber aufgrund eines Steuerprivilegs als Holding-, Domizil- oder gemischte Gesellschaft bzw. aufgrund des Beteiligungsabzuges keine oder nur reduzierte Steuern auf der betreffenden Leistung bezahlt[3270]. Im Ausland ansässige Aktionäre können die Verrechnungssteuer nur soweit zurückfordern, als dies in dem auf sie anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehen ist[3271], sodass in den meisten Fällen eine Sockelbelastung zurückbleibt. Bei ausländischen Aktionären, die in einem Land domiziliert sind, das mit der Schweiz kein Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen hat, verbleibt sogar die volle Verrechnungssteuer als Belastung.

3266 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 31 in Verbindung mit S. 34. Vgl. die Fusionen zwischen REG und PSP sowie Kardex und Tuxedo Invest in den Jahren 2003 und 2004.

3267 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 34; Duss/von Ah, Kommentar Steuerrecht, N. 155 zu Art. 4 VStG; Sautter/Weidmann, BSK, N. 214 f. sowie 417 vor Art. 3 FusG

3268 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 34.

3269 Baur/Balmelli, Kommentar Steuerrecht, N. 1 ff. zu Art. 21 VtSG.

3270 Gemäss Art. 25 VStG genügt die ordnungsgemässe Verbuchung als Ertrag; die tatsächliche Steuerzahlung ist nicht Voraussetzung für die Rückforderung der Verrechnungssteuer; Zwahlen, Kommentar Steuerrecht, N. 7 zu Art. 25 VStG.

3271 Vgl. dazu vorne Ziff. IV.C.3.

4. Umsatzabgabe

Bei einer Fusion fällt keine Umsatzabgabe an, da die Ein- und Auslieferung von Titeln bei einer Fusion gemäss Art. 14 Abs. 1 lit. a und lit. b StG von der Umsatzabgabe ausgenommen ist[3272].

5. Emissionsabgabe

Gemäss Art. 6 Abs. 1 lit. a^{bis} StG fällt bei der Fusion grundsätzlich keine Emissionsabgabe auf den neu geschaffenen Aktien an[3273]. Dies gilt auch, wenn der Nennwert der neu ausgegebenen Aktien über dem Nennwert der abgegebenen Aktien der übernommenen Gesellschaft liegt, sofern sich diese Nennwerterhöhung rein aufgrund der unterschiedlichen Unternehmenswerte und der unterschiedlichen Nominalkapitalien der beteiligten Gesellschaften ergibt. Soweit sich die Nennwerterhöhung nicht in dieser Weise rechtfertigen lässt, wird die Transaktion als Abgabeumgehung betrachtet und die Emissionsabgabe auf dem Erhöhungsbetrag erhoben[3274]. Da die Abgrenzung zwischen Abgabeumgehung und einer durch die Transaktionsstruktur bedingten Erhöhung des Aktienkapitals aber eine Würdigung der Beweggründe der beteiligten Gesellschaften und Personen erfordert, empfiehlt es sich, vor der Transaktion einen Vorabentscheid der Eidg. Steuerverwaltung einzuholen.

3272 Kreisschreiben Nr. 12 der Eidg. Steuerverwaltung vom 20. Dezember 2005, S. 11; Sautter/Weidmann, BSK, N. 285 ff. vor Art. FusG; Betschart (2006), S. 96.

3273 Sautter/Weidmann, BSK, N. 235 vor Art. 3 FusG; vgl. ASA 65, 666; Betschart (2006), S. 96.

3274 Kreisschreiben Nr. 5 der Eidg. Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 34; Sautter/Weidmann, BSK, N. 423 vor Art. 3 FusG.

SACHREGISTER

A

Abgestimmtes Verhalten 105, 408
Absicherung des Managements der Zielgesellschaft 568
Abgangsentschädigungen 569
Angemessenheit der Massnahmen ... 575
Börsenrechtliche Limiten 577
Massnahmen 569
Veröffentlichung der Massnahmen .. 578
Absichtserklärung 541
Abwehrmassnahmen 283, 545
Absicherung des statutarischen Abwehrdispositivs 551
Anzeigepflicht 511
Beschränkung 509
Beschränkung der Stimmrechte 547
Der Kauf eigener Aktien 563
Eingriffsmöglichkeiten der Übernahmekommission 513
Gleichbehandlung 354
Keine Due Diligence, keine Verhandlungen 555
Kommunikation des Verwaltungsrates 559
Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechtes 527
Pac-Man 565
Platzierung von Aktien in „sicheren Händen“ / harter Aktionärskern .. 552
Poolvertrag unter den Grossaktionären 554
Stimmrechtsaktien/Partizipationsscheine 550
Strukturelle Änderungen 561
Unzulässige Veränderungen des Aktiv- und des Passivbestandes 515
Verkauf attraktiver Aktiven 564
Vikulierung 546
White Knight 566
Abwicklungstransaktionen 131
Ad-hoc-Publizität 507, 532
Aufschub der Bekanntgabe 535
Bekanntgabepflicht 534
Bekanntgabepflichtige 537
Formulierung 543
Veröffentlichung 544
Agency-Problem 7
Aktienbesitz des Anbieters 299
Aktienrückkauf
Besteuerung 625
Aktionärbindungsverträge 104, 405
Anbieter 36
Angebot
Abwicklung 327, 332
Änderung 271
Annahme 327
Ausgestaltung 209
Bindungswirkung 271
Endergebnis 332
Finanzierung 303
Fristen 319
Gegenstand 209, 300
Informelle Ankündigung 285
Meldepflicht von Transaktionen 324
Nachfrist 331
Öffentlichkeit 179
Stellungnahme zum Angebot 484
Untersagung 275
unzulässiges Angebot 273
Widerruf 273
Angebotsänderungen 316
Angebotspflicht 391
Ausnahmen 415
Derivate 400
Entscheid der Übernahmekommission 415
Entstehung 396
Frist zur Einleitung des öffentlichen Angebotes 433
Grenzwert 393
Gruppe 402, 420

Indirekter Erwerb 399
Kapitalerhöhung oder Gratisaktien .. 424
Kapitalherabsetzung 421
Kurzfristige Überschreitungen des Grenzwertes 422
Sanierung 425
Übergangsregeln 395
Verfahren 430
Zweck 391
Angebotspreis 214
Funktion 291
Inhalt 293
Mindestpreis 282
Angebotsprospekt
Angaben über die Zielgesellschaft ... 304
Nachführungspflicht 316
Prüfung 203, 313
Veröffentlichung 315
Annahmefrist 322

B

Bankinterne Sondervermögen 101
Bedingte Transaktionen 138
Bedingte Verträge 123
Bedingtes Kapital 58
Bedingungen 238
Kasuistik 244
Laufzeit 265
unzulässige Bedingungen 261
Wirkung 265
zulässige Bedingungen 239
Beherrschung aus Konzernverhältnis 94
Best-Price-Regel 224, 283, 344, 598
Fusion 231
Überwachung 233
Beteiligungs- und Optionsplänen 571
Beteiligungsabzug 613
Break-up-Fees 354, 370, 596

C

Corporate Governance 13
Corporate-Governance-Bericht 578
Crown Jewel Options 373

D

Derivate mit Realerfüllung 64
Derivate ohne Realerfüllung 66
Derivaten 81
Differenzgeschäfte/Swaps 69
Due Diligence 555, 583

E

Effizienter Markt 3
Einkommens- und Gewinnsteuern
Barofferten 603
Kapitalgesellschaft 612, 618
Natürliche Personen 603, 615
Tauschangebote 615
Einspracheverfahren 431
Emissionsabgabe 631
Emissionssyndikate 114
Empfehlung des Verwaltungsrates ... 355
Erbengemeinschaften, Familienbesitz .. 109
Erwerbsposition
Veräusserungsposition 145
Erwerbspositionen 79
Exklusivitätsvereinbarungen 368

F

Fairness Opinion
Inhalt der Fairness Opinion 501
Neutralität des Gutachters 500
Offenlegung der Fairness Opinion ... 501
Fairness Opinion 498
Festübernahme 418
Finanzierung des Angebotes 237
Finanzinstrumente ohne Realerfüllung ... 72
FINMA 190
Fusion
Besteuerung 633

G

Genehmigtes Kapital 58
Generalversammlung 245, 525, 592
Gleichbehandlung Aktionäre 166
Gleichbehandlungsprinzip 221, 234
Ausnahmen 222
Prüfung 237

Gruppe 402
Gruppeninterner Übergang 121

H
Handelsbestände 129, 139

I
Incentives 10
Incentivezahlungen für Übernahmeverhandlungen 573
Indirekte Teilliquidation 603
Indirekter Aktienbesitz 73
Indirekter Erwerb 83, 122
IPO 135

K
Karenzfrist 319
Kollektive Kapitalanlagen 97
Konkurrenzangebote 595
  Absicherung des Erstanbieters 365
  Änderung und Widerruf von Angeboten 364
  Fristenlauf 359
  Gleichbehandlungspflicht 348
  Gleichbehandlungspflicht bei konkurrierenden Angeboten 531
  Widerruf der Annahme 363
Konzernverhältnisse 410
  Unternehmensgruppe 110
Kraftloserklärung 333
  Fusion als Alternative 341
  Umfang 338
  Verfahren 339
  Voraussetzungen 334

L
Lock-up 596
Lock-up-Vereinbarungen 373

M
Markt für Unternehmenskontrolle 1, 19, 22
Material-Adverse-Change 253
Meldepflicht
  Aktien 60
  Anwendungsbereich 51
  Ausnahmen 127
  Ausnahmen für Banken und Effektenhändler 128
  Derivate 63
  Erleichterungen 127
  Finanzintermediäre 90
  Grenzwerte 56
  Gruppe 117
  Gruppen 102, 143
  Inhalt 142
  Konzerne 94
  während Angebotsfrist 284
  Zweck 47
Mindestpreise für Pflichtangebote 215

N
Nominees 90
Nutzniessung 93

O
Offenlegungsstelle 149
Öffentliches Angebot
  Angebot 176
Opting-in 453
Opting-out 448
Opting-up 454

P
Pensionskassen 86
Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln 232, 294
Pfandrecht 91
Pflichtangebot 182
  Angebotspreis 442
  Bedingungen 437
  Fusion 441
  Inhalt 434
  Tauschangebot 436
  Umfang des Pflichtangebotes 435
Potentielles Angebot 286
Preisanpassungsklauseln 217
Prüfstelle 199
Purchase Restrictions 211

R
Rückkaufangebote 180
Automatische Freistellung 384
Freistellung auf individuelles Gesuch 388
Freistellung durch Meldeverfahren.. 384
Gleichbehandlung der Aktionäre 379
Kauf eigener Aktien..... 376
Methoden 377
Motive..... 376
Spätere Änderung des Verwendungszwecks der zurückgekauften Aktien 389

S
Sanktionen..... 152
Securities Lending, Repo-Geschäfte, Sicherungsübereignungen 130
Shut up or Put up..... 289
Steuerfragen
Aktienrückkauf 600, 618
Aktionärskategorie..... 601
Ausschüttung der Zielgesellschaft... 600
Barangebot..... 599
Stempelsteuern..... 630
Tauschangebot 599
Transaktionsstrukturen..... 599
Verrechnungssteuern 625
Stiftungen, Trusts 96
Stiftungen, Vereine, Genossenschaften 87
Stützungskäufe..... 140
Suspendierung der Stimmrechte 153

T
Tagesgeschäfte 128
Tauschangebot..... 218, 250
Bewertung..... 308
Teilangebote..... 209
Tender Agreements 374
Transaktionsvereinbarung. 356, 541, 589
Bindungswirkung..... 598
Inhalt..... 590
Transparenz 165
Treuhandverhältnisse 89

U
Übernahmekommission 183, 313, 513
Verfahren.....190
Übernahmeregeln
Anwendungsbereich.....170
Zweck.....165
Umsatzabgabe 630

V
Veräusserungspositionen 79
Veräusserungsverbote.....115
Verhandlungen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft 579
Verrechnungssteuern
Aktienrückkauf.....626
Bar- und Tauschangebote.....625
Rückforderung.....628
Verwaltungsrat der Zielgesellschaft.....248, 259, 459, 464
Ablehnung eines Angebotes.....471
Auktionspflicht.....467
Empfehlung zum Angebot 497
Gleichbehandlungspflicht gegenüber den Aktionären 476
Interessenkonflikte 492
Kommunikation.....559
Nachführungspflicht.....542
Nachführungspflicht des Verwaltungsrates 505
Prüfung der Stellungnahme.....508
Stellungnahme zum Angebot 484
Veröffentlichung der Stellungnahme503
Zustimmung zum Angebot.....474
Vollmachten, Abtretung von Stimmrechten.....87
Voranmeldung
Inhalt.....278
Prüfung.....285
Wirkung.....280

W

Wertpapierleihe, Repo-Geschäft, Sicherungsübereignung 91
Wettbewerb 168, 345
Wirtschaftlich berechtigte Person..... 83

Z

Zielgesellschaft 37
Abwehrmassnahmen 480
Interessenkonflikte 492
Stellungnahme zum Angebot 484