Peter V. Kunz
Florian S. Jörg
Oliver Arter
(Herausgeber)

Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI

Harald Bärtschi
Dimitrios Berger
Oliver Blum
Lukas Glanzmann
Florian S. Jörg
Peter Jung
Thomas Jutzi
Peter V. Kunz
Cornelia M. Müller
Thomas Rohde
Urs Schenker

Stämpfli Verlag

Peter V. Kunz
Florian S. Jörg
Oliver Arter
(Herausgeber)

Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI

© Stämpfli Verlag AG Bern

© Stämpfli Verlag AG Bern

Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI

Herausgegeben von:

Peter V. Kunz
Florian S. Jörg
Oliver Arter

Mit Beiträgen von:

Harald Bärtschi
Dimitrios Berger
Oliver Blum
Lukas Glanzmann
Florian S. Jörg
Peter Jung
Thomas Jutzi
Peter V. Kunz
Cornelia M. Müller
Thomas Rohde
Urs Schenker

Stämpfli Verlag

© Stämpfli Verlag AG Bern

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten, insbesondere das Recht der Vervielfältigung, der Verbreitung und der Übersetzung. Das Werk oder Teile davon dürfen ausser in den gesetzlich vorgesehenen Fällen ohne schriftliche Genehmigung des Verlags weder in irgendeiner Form reproduziert (z.B. fotokopiert) noch elektronisch gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

© Stämpfli Verlag AG Bern · 2016
www.staempfliverlag.com

ISBN 978-3-7272-3235-0

Über unsere Online-Buchhandlung www.staempflishop.com
sind zudem folgende Ausgaben erhältlich:

E-Book ISBN 978-3-7272-5967-8
Judocu ISBN 978-3-0354-1403-5

printed in
switzerland

FSC
www.fsc.org
MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
FSC® C016087

© Stämpfli Verlag AG Bern

Die Position von Minderheitsaktionären bei öffentlichen Angeboten

URS SCHENKER*

Inhaltsverzeichnis

1.	**Börsenrecht und Minderheitsaktionäre**	**162**
1.1	Ziele des Börsenrechts	162
1.2	Börsenrecht ist Minderheitenschutz	162
2.	**Minderheitenschutz im Übernahmerecht**	**164**
2.1	Gleichbehandlung der Minderheitsaktionäre und Transparenz als Ziel des Übernahmerechts	164
2.2	Transparenzvorschriften zu Gunsten der Aktionäre	165
2.2.1	Angebotsprospekt des Anbieters	165
2.2.2	Informationen der Zielgesellschaft	167
2.2.3	Transparenz zur kontradiktorischen Informationsvermittlung	171
2.3	Gleichbehandlungspflicht beim Angebot	172
2.4	Der Ablauf des öffentlichen Angebotes: Ausreichend Zeit zur Informationsverarbeitung	174
3.	**Durchsetzung des börsenrechtlichen Minderheitenschutzes im Verfahren**	**176**
3.1	Die Übernahmekommission setzt den Minderheitenschutz um	176
3.2	Der kontradiktorische Charakter des Verfahrens der Übernahmekommission	177
4.	**Verfahrensrechte von Minderheitsaktionären**	**180**
4.1	Die Parteistellung von qualifizierten Aktionären	181
4.2	Der Zeitpunkt der Zulassung als Partei	183
4.3	Die Rechte des qualifizierten Aktionärs als Partei	184
4.3.1	Akteneinsichtsrecht	184
4.3.2	Äusserungsrecht bei Verfügungen	185
4.3.3	Einsprache gegen Verfügungen	186
4.3.4	Rechtsmittel	189
4.4	Funktioniert das System der 3%-Aktionäre?	190
4.5	Die Stellung der übrigen Aktionäre	191
5.	**Schlussfolgerung**	**192**
Literaturverzeichnis		**194**

* Der Autor bedankt sich bei RAMON TISSAFI, LL.M., der das Manuskript kritisch durchgelesen hat und bei der Erstellung der Fussnoten behilflich war.

© Stämpfli Verlag AG Bern

1. Börsenrecht und Minderheitsaktionäre

1.1 Ziele des Börsenrechts

Die Ziele des Börsenrechts werden in Art. 1 FinfraG, dem Zweckartikel des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG), definiert. Diese Bestimmung sieht vor, dass dieses Gesetz einerseits zum Schutz der Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherstellen, andererseits aber auch die Funktionsfähigkeit des Marktes selber schützen soll.[1]

Zwischen den beiden Zielen von Anleger- und Marktschutz besteht ein enger Zusammenhang.[2] Funktioniert der Markt, so dass die Börsenkurse im Sinne der Theorie effizienter Märkte tatsächlich alle verfügbaren Informationen reflektieren, so werden dadurch die Anleger optimal geschützt. In einer derartigen Situation kaufen bzw. verkaufen nämlich auch unbedarfte Anleger, die selbst keine Informationen haben oder die vorhandenen Informationen nicht verarbeiten, zum "richtigen Kurs".[3] Umgekehrt ist aber auch der Schutz der einzelnen Anleger Voraussetzung für den Schutz des Marktes; die Transparenz, die gegenüber den individuellen Anlegern Schutzfunktion hat, ist unabdingbare Grundlage für einen funktionierenden Markt. Nur wenn die Anleger bei ihren Entscheidungen alle relevanten Daten über die kotierten Unternehmen haben, kann sich ein effizienter Markt bilden, bei dem die Börsenkurse den tatsächlichen Wert der Unternehmen abbilden.

1.2 Börsenrecht ist Minderheitenschutz

Bei den an der Börse aktiven Anlegern handelt es sich zu über 99% um Minderheitsaktionäre, die kleine oder sogar kleinste Beteiligungen an kotierten Unternehmen halten – selbst institutionelle Anleger mit grossem Anlagevolumen halten erfahrungsgemäss bei kotierten Gesellschaften selten mehr als 5%.[4] Diese Minderheitsaktionäre sind für das Funktionieren

---

1 Zu den Zielen des Börsengesetzes vgl. die Voten im National- und Ständerat, Amtl. Bull. S 1993, S. 1001; Amtl. Bull. N 1994, S. 1057 f.; ZOBL, N 30 ff. zur Einleitung und N 12 ff. zu Art. 1 BEHG.

2 Vgl. zum Verhältnis zwischen Anleger- und Funktionsschutz GOTSCHEV, S. 67; ZOBL, N 24 zu Art. 1 BEHG; SCHENKER, S. 52; BasK-WATTER, N 11 zu Art. 1 BEHG.

3 BasK-WATTER, N 11 zu Art. 1 BEHG.

4 Höhere Beteiligungen führen vor allem bei institutionellen Anlegern zu unerwünschten Klumpenrisiken.

© Stämpfli Verlag AG Bern

der Börse zentral, da sie durch ihre Handelstätigkeit für Liquidität im Markt sorgen. Aktionäre, die Positionen von über 20% halten, verkaufen diese kaum je über die Börse, da es sich bei derartigen Positionen normalerweise um unternehmerische Engagements handelt. In Anbetracht der wichtigen Rolle, die Minderheitsaktionäre im Markt spielen, ist es folgerichtig, dass die in Art. 1 FinfraG genannten Ziele des Börsenrechts direkt dem Schutz der Minderheitsaktionäre dienen:[5]

- **Transparenz**
  Die in Art. 1 Abs. 2 FinfraG erwähnte Transparenz soll auch Aktionären, die nur kleine Positionen halten, ermöglichen, Kaufs- und Verkaufsentscheide auf einer informierten Basis zu treffen, so dass sie bei ihren Investitionsentscheiden die gleiche Ausgangslage haben wie grosse Aktionäre. Diese Transparenz und die Verarbeitung der Informationen durch die Anleger führen dazu, dass der Markt effizient wird und die Kurse die für die Bewertung relevanten Informationen reflektieren.[6] Es ist allerdings eine Erfahrungstatsache, dass sehr viele Anleger die Informationen, die von kotierten Unternehmen im Rahmen der börsenrechtlichen Transparenzvorschriften offengelegt werden, gar nicht zur Kenntnis nehmen oder in ihren Investitionsentscheiden nicht berücksichtigen.[7] Auch wenn Transparenzvorschriften des Börsenrechts und die entsprechenden Bemühungen der kotierten Gesellschaften bei diesen Anlegern "ins Leere laufen", hat dies für den gesamten Markt keine negativen Auswirkungen; der Markt ist bereits dann effizient, wenn eine Minderheit von ca. 10% der Anleger Informationen zur Kenntnis nimmt und verarbeitet.[8]

  Auf diese Weise schützt der Markt auch diejenigen Anleger, welche den Informationen keine Beachtung schenken oder diese bei ihren Anlageentscheiden nicht berücksichtigen, da auch sie von der effizienten Preisbildung profitieren und zum "richtigen" Preis kaufen und verkaufen.

---

5 Vgl. WEBER, N 3 zu Art. 1 BEHG, der unter "Anleger" i.S.v. Art. 1 Abs. 2 FinfraG explizit solche Anleger versteht, die wirtschaftlich unterlegen sein könnten, d.h. Minderheitsaktionäre.

6 Vgl. WATTER, S. 119.

7 Vgl. BasK-WATTER, N 11 zu Art. 1 BEHG.

8 Wenn rund 10% der Anleger Informationen verarbeiten, bestimmen diese den Kursverlauf, während die übrigen Anleger, die ohne Information bzw. Informationsverarbeitung und damit rein zufällig handeln, die Kurse in ihrer Gesamtheit nicht beeinflussen, da sich ihre Handlungen bei statistischer Normalverteilung ihrer zufälligen Entscheide gegenseitig aufheben.

© Stämpfli Verlag AG Bern

- **Gleichbehandlung**
  Die Gleichbehandlung der Aktionäre kommt im Börsenrecht noch stärker zum Ausdruck als im Aktienrecht, wo aufgrund von Art. 706 bzw. Art. 717 OR im Allgemeinen nur ein Gebot zur relativen Gleichbehandlung besteht. Die Organe einer Gesellschaft können dementsprechend ihre Aktionäre aus aktienrechtlicher Sicht insoweit ungleich behandeln, als dies durch die Interessen der Gesellschaft gerechtfertigt ist.[9] Das Börsenrecht geht bezüglich der Informationsvermittlung von kotierten Gesellschaften dagegen im Allgemeinen von einer absoluten Gleichbehandlungspflicht aus, so dass aus börsenrechtlicher Sicht grosse und kleine Aktionäre insbesondere genau die gleichen Informationen erhalten und bei Übernahmen auch den gleichen Preis bekommen. Im Übernahmerecht geht das Gleichbehandlungsgebot zudem über das Verhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären hinaus und erfasst auch Dritte: Während das Gesellschaftsrecht den Aktionären selbst bzw. Dritten im Verkehr mit den Aktionären keine Gleichbehandlungspflicht auferlegt,[10] verpflichten die Übernahmeregeln Anbieter, die Aktionäre der Zielgesellschaft sowohl bezüglich Informationsvermittlung wie auch bezüglich des Kaufpreises absolut gleich zu behandeln.[11]

  Mit der Betonung von Transparenz und absoluter Gleichbehandlung ist das Börsenrecht letztlich wesentlich minderheitsfreundlicher als das Aktienrecht. Diese starke Hinwendung des Börsenrechts zum Schutz der Minderheitsaktionäre entspricht der wichtigen Rolle, die diese im Rahmen des Börsenhandels einnehmen.

2. Minderheitenschutz im Übernahmerecht

2.1 Gleichbehandlung der Minderheitsaktionäre und Transparenz als Ziel des Übernahmerechts

Art. 1 der Übernahmeverordnung (UEV) wiederholt die Zielsetzung von Art. 1 FinfraG und hält fest, dass der Zweck der Regeln über öffentliche Übernahmen darin liegt, die Gleichbehandlung der Aktionäre und die

9 BGE 117 II 312 E. 6 b) bb); BÖCKLI, S. 1809; BasK-WATTER/ROTH PELLANDA, N 23 zu Art. 717 OR.
10 Vgl. LINDER, S. 21.
11 Art. 127 Abs. 2 FinfraG; dazu im Einzelnen Ziff. 2.3.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Transparenz sicherzustellen. Die Ziele des FinfraG gelten damit insbesondere auch im Bereich der Übernahmeregeln.[12] Die Grundprinzipien von Gleichbehandlung und Transparenz werden nicht nur in zahlreichen Bestimmungen der UEV umgesetzt, sondern sind auch wesentliche Elemente bei der Auslegung der börsenrechtlichen Vorschriften durch Übernahmekommission (UEK) und Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) – beide Behörden legen die Normen von FinfraG und UEV häufig teleologisch im Sinne des Gesetzeszweckes aus, wobei sie dem Zweck zum Teil so grosse Bedeutung zumessen, dass sie vom Wortlaut einer Bestimmung abweichen.[13]

2.2 Transparenzvorschriften zu Gunsten der Aktionäre

Primäres Ziel der Übernahmeregeln ist es, sicherzustellen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft ihren Entscheid über Ablehnung bzw. Annahme des Angebots auf der Basis von vollständigen Informationen fällen können.[14] Dieses Ziel wird dadurch erreicht, dass dem Anbieter wie auch der Zielgesellschaft verschiedene Informationspflichten auferlegt werden. Im Zentrum der Informationsvermittlung stehen dabei der Angebotsprospekt sowie die Stellungnahme des Verwaltungsrates zum Angebot.[15]

2.2.1 Angebotsprospekt des Anbieters

Der Angebotsprospekt hat zwei Hauptfunktionen. Einerseits definiert er in rechtlich verbindlicher Weise das Angebot des Anbieters an die Aktionäre der Zielgesellschaft, andererseits dient er aber auch dazu, die Aktionäre der Zielgesellschaft über die für die Beurteilung des Angebots wesent-

---

12 Vgl. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, S. 1389, welche explizit festhält, dass die Regelung öffentlicher Kaufangebote für „den Schutz der Minderheitsaktionäre von eminenter Bedeutung" sei.

13 Vgl. Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding AG (E. 1.2.3 ff.), wo die Übernahmekommission die Bedeutung der Übernahmeregeln über den Text von Art. 22 BEHG hinaus auf Gesellschaften ausdehnte, die unmittelbar vor der Übernahme durch Spin-Off von einer kotierten Gesellschaft geschaffen wurden, selber aber nie kotiert wurden.

14 VON DER CRONE, S. 1; SCHENKER, S. 200.

15 GLATTHAAR, S. 26.

© Stämpfli Verlag AG Bern

lichen Tatsachen zu informieren.[16] Gemäss Art. 17 Abs. 1 UEV muss der Angebotsprospekt daher alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft in Kenntnis der Sachlage über Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes entscheiden können.[17] Auch wenn Art. 17 UEV eine sehr breite Informationsverpflichtung definiert, ist klar, dass der Angebotsprospekt diese Vorgabe nur unvollständig erfüllen kann, da der Anbieter im Angebotsprospekt natürlich nur die Informationen abgeben kann, die sich in seiner Sphäre befinden. Bei feindlichen Übernahmen, bei denen vor der Publikation des Angebotes kein Informationsaustausch zwischen Anbieter und Zielgesellschaft stattfindet, kann der Prospekt über die Zielgesellschaft selbst kaum etwas aussagen und muss sich notgedrungen auf die Informationen beschränken, die das Angebot selbst und den Anbieter betreffen.

Gemäss Art. 127 Abs. 2 FinfraG muss der Angebotsprospekt inhaltlich wahr sein. Dies erfordert primär, dass die vom Anbieter in einem Prospekt aufgeführten Tatsachen objektiv richtig sind.[18] Das Wahrheitsgebot verbietet aber auch irreführende Formulierungen in Angebotsprospekten; die im Prospekt enthaltenen Informationen müssen daher so dargestellt werden, dass sie für den durchschnittlichen Adressaten verständlich sind und bei diesem keine falschen Vorstellungen erwecken.[19] Ob der Angebotsprospekt tatsächlich dem Wahrheits- und Vollständigkeitsgebot entspricht, wird gemäss Art. 128 FinfraG von einer Prüfstelle analysiert. Diese erstellt nach der Prüfung einen Bericht über die Erfüllung dieser Kriterien, der gemäss Art. 27 Abs. 2 UEV zusammen mit dem Angebot veröffentlicht wird. Gemäss Art. 26 UEV können nur Revisionsstellen, die zur Prüfung von Effektenhändlern zugelassen sind, und schweizerische Effektenhändler die Funktion einer Prüfstelle übernehmen. Obwohl die Prüfstelle vom Anbieter ausgewählt sowie instruiert wird und für diesen im Auftragsverhältnis arbeitet, ist sie bei ihrer Tätigkeit primär an die in Art. 27 UEV dargestellten gesetzlichen Pflichten gebunden und muss der Übernahmekommission über ihre Tätigkeit Rechenschaft ablegen – in dieser Funktion wird sie häufig auch als "verlängerter Arm" der Übernahmekommission bezeichnet.[20]

---

16 SCHENKER, S. 347.
17 BasK-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, N 5 zu Art. 24 BEHG; SCHÄRRER/AREGGER, S. 150.
18 BasK-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, N 4 zu Art. 24 BEHG; BLAAS/BARRAUD, S. 341.
19 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG Holding AG (E. 1.2).
20 Vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 8. März 2012 i.S. Quadrant AG (E. 3.2), mit weiteren Hinweisen auf Rechtsprechung und Literatur.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Der konkrete Inhalt des Angebotsprospektes wird in Art. 19 ff. UEV festgelegt.[21] Aus der Analyse dieser Bestimmungen wird klar, dass der Angebotsprospekt relativ viele Angaben über den Anbieter und das Angebot enthält, aber nur sehr wenige Angaben über die Zielgesellschaft. Der Aktionär der Zielgesellschaft kann dementsprechend aufgrund des Angebotsprospektes zwar genau beurteilen, welche Leistung er bei der Annahme des Angebotes vom Anbieter erhält,[22] zur Frage, ob das Angebot den Wert der Zielgesellschaft richtig widerspiegelt, steuert der Prospekt selber aber nur wenig bei. Immerhin muss der Anbieter im Angebotsprospekt bestätigen, dass weder er selbst noch Personen, mit denen er zusammenarbeitet, von der Zielgesellschaft nicht-öffentliche Informationen erhalten haben, die für die Entscheidung der Aktionäre über das Angebot relevant sein könnten.[23] Diese Bestätigung zwingt den Anbieter bzw. die Zielgesellschaft dazu, Informationen, welche die Zielgesellschaft dem Anbieter zugänglich gemacht hat und nicht öffentlich bekannt sind, vor der Publikation des Angebotsprospektes offenzulegen, was die Informationslage der Aktionäre verbessert.[24]

2.2.2 Informationen der Zielgesellschaft

- **Regelpublizität und Ad hoc-Publikationen**

Die Informationen, die den Aktionären der Zielgesellschaft ermöglichen, Angebotspreis und Wert der Gesellschaft zu vergleichen, müssen notgedrungen von der Zielgesellschaft stammen. Die meisten für die Bewertung der Gesellschaft relevanten Informationen erhalten die Anleger allerdings nicht aufgrund übernahmerechtlicher Vorschriften, sondern im Rahmen der normalen Publizitätspflichten der Zielgesellschaft, die sich aus dem Kotierungsreglement (KR) ergeben. Diese Vorschriften verlangen von der Gesellschaft einerseits die Publikation von Jahres- und Halbjahresberichten, in denen vor allem die finanzielle Situation der Gesellschaft dargestellt wird.[25] Andererseits verlangen die Bestimmungen über die Ad hoc-Publizität auch die spontane Offenlegung

---

21 Zu den notwendigen Angaben im Einzelnen SCHENKER, S. 350 ff.

22 Während dies bei Barangeboten relativ einfach zu erklären ist, sind bei Tauschangeboten wesentlich mehr Informationen notwendig.

23 Art. 23 Abs. 2 UEV.

24 TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, S. 318; GERICKE/WIEDMER, N 22 zu Art. 23 UEV.

25 Art. 49 f. KR der SIX Swiss Exchange; Art. 16 KR der BX Berne eXchange.

© Stämpfli Verlag AG Bern

von neuen geschäftlichen Entwicklungen, die einen Einfluss auf den Wert des Unternehmens haben.[26]

- **Bericht des Verwaltungsrates zum Angebot**

Hat ein Anbieter einen Angebotsprospekt veröffentlicht, so muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gemäss Art. 132 Abs. 1 FinfraG einen Bericht zum Angebot abgeben. Mit diesem Bericht soll sichergestellt werden, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft die für die Beurteilung relevanten Informationen erhalten, die sie mit dem Angebotsprospekt noch nicht erhalten haben und die auch nicht aus der oben erwähnten normalen Publizität der Zielgesellschaft hervorgehen.

Zum Inhalt des Berichtes der Zielgesellschaft hält Art. 30 Abs. 1 UEV fest, dass dieser alle Informationen enthalten muss, die notwendig sind, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden können.[27] Auch wenn der Inhalt des Berichtes auf diese Weise sehr allgemein definiert wird, bezieht sich der Bericht der Zielgesellschaft nur auf Informationen, die sich in der Sphäre der Zielgesellschaft selbst befinden. Der Bericht des Verwaltungsrates muss gemäss Art. 132 Abs. 1 FinfraG und Art. 30 Abs. 1 UEV inhaltlich wahr sein und darf nicht irreführend sein. Diese Wahrheitspflicht wird bei der Zielgesellschaft sogar strafrechtlich durch Art. 153 FinfraG abgesichert. Im Gegensatz zum Angebotsprospekt wird der Bericht des Verwaltungsrates aber nicht durch eine Prüfstelle kontrolliert,[28] so dass es bezüglich der materiellen Angaben in der Praxis nicht zu einer Überprüfung kommt, da die UEK keine personellen Ressourcen hat, um die Berichte der Zielgesellschaften inhaltlich zu untersuchen.

Der Inhalt des Berichtes wird in Art. Art. 132 Abs. 1 FinfraG und in Art. 30 ff. UEV konkretisiert. Für die Bewertung relevant ist vor allem die in Art. 132 Abs. 1 FinfraG festgehaltene Pflicht, alle Angaben über die laufenden Geschäfte offenzulegen, die für den Entscheid der Aktionäre wesentlich sind, aber noch nicht veröffentlicht wurden.[29] Der Bericht der Zielgesellschaft knüpft damit an die vorhandene Regelpublizität an und

---

26 Art. 53 KR sowie Richtlinie Ad hoc-Publizität der SIX Swiss Exchange; Art. 18 KR der BX Berne eXchange.

27 WEBER, N 3 zu Art. 29 BEHG; BasK-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, N 3 zu Art. 29 BEHG.

28 Vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas Holding AG (E. 4.2).

29 Vgl. Empfehlung II 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 Electricity SA (E. 4); WEBER, N 4 zu Art. 29 BEHG; MEIER-SCHATZ/GASSER, S. 198.

© Stämpfli Verlag AG Bern

verlangt deren Aktualisierung für den Zeitpunkt des Angebotes. Im Bericht des Verwaltungsrates sind deshalb alle wesentlichen positiven und negativen Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten offenzulegen, die seit der Publikation des letzten Jahres- oder Halbjahresberichtes eingetreten sind.[30] Sind keine Änderungen eingetreten, sondern hat sich die Zielgesellschaft im Rahmen des normalen Geschäftsganges bzw. der von der Gesellschaft vor dem Angebot veröffentlichten Prognosen weiterentwickelt, hat der Verwaltungsrat dies ausdrücklich zu bestätigen.[31] Aus dieser Pflicht ergibt sich letztlich auch, dass die Zielgesellschaft die Bekanntgabe von Ad hoc-pflichtigen Tatsachen im Zeitpunkt eines Angebotes nicht mehr i.S.v. Art. 54 KR der SIX Swiss Exchange aufschieben kann. Dementsprechend akzentuiert sich im Rahmen einer Übernahme die Ad hoc-Publizitätspflicht i.S.v. Art. 53 KR der SIX Swiss Exchange – es gibt keine legitimen Gründe mehr, die Veröffentlichung bekanntgabepflichtiger Informationen gemäss Art. 54 KR der SIX Swiss Exchange aufzuschieben, da die Aktionäre, ohne die betreffenden Informationen, allenfalls einen falschen Entscheid über Annahme bzw. Ablehnung des Angebotes fällen und damit direkt einen Schaden erleiden. Die Übernahmekommission geht im Weiteren 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 vermutet werden kann, dass die Zielgesellschaft und ihr nahestehende Personen einen Informationsvorsprung gegenüber den Aktionären haben.[32] Die Übernahmekommission verlangt daher vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Erstellung und Veröffentlichung eines aktuellen Zwischenabschlusses, falls der Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Jahres- oder Halbjahresberichtes im Zeitpunkt des Angebotes mehr als sechs Monate zurückliegt.[33]

---

30 Empfehlung VII der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG (E. 6.2.2 f.) mit besonderer Betonung, dass auch positive Veränderungen gemeldet werden müssen; MARGIOTTA/CHABLOZ, S. 207; MEIER-SCHATZ/GASSER, S. 198 f.

31 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Pharma Vision (E. 7.1.2); ROMERIO, S. 43.

32 Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla AG (E. 6.1.2).

33 Vgl. Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 12. Februar 2008 i.S. Implenia (E. 41); MARGIOTTA/CHABLOZ, S. 207; auf die Veröffentlichung eines derar-

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss zusätzlich zu den Angaben über die Geschäftsentwicklung gemäss Art. 31 UEV auch noch die Absichten wesentlicher Aktionäre offenlegen und, soweit ihm diese bekannt sind, über geplante Abwehrmassnahmen informieren. Zudem muss er gemäss Art. 32 UEV Interessenkonflikte bekanntmachen, denen einzelne Verwaltungsratsmitglieder ausgesetzt sind, und mitteilen, welche Massnahmen ergriffen wurden, um mit diesen Interessenkonflikten umzugehen.

Kernstück des Berichtes des Verwaltungsrates ist aber seine Empfehlung zum Angebot.[34] Gemäss Art. 30 Abs. 3 und 4 UEV kann der Bericht empfehlen, das Angebot anzunehmen oder zurückzuweisen. Der Verwaltungsrat kann aber auch die Vor- und Nachteile des Angebotes darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben.[35] In allen diesen Fällen muss der Verwaltungsrat aber seine Empfehlung gemäss Art. 30 Abs. 4 UEV begründen, indem er alle wesentlichen Elemente darlegt, die seine Stellungnahme beeinflusst haben.[36] Soweit der Bericht Prognosen über zukünftige Erträge der Zielgesellschaft enthält, muss der Verwaltungsrat auch die Grundlagen dieser Prognosen angeben. Im Zusammenhang mit seiner Empfehlung zum Angebot äussert sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft häufig auch zum Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Angebotspreis und legt – je nach Position des Verwaltungsrates – dar, weshalb das Angebot im Verhältnis zum Unternehmenswert angemessen oder unangemessen ist.[37] Zur Begründung dieser Aussagen legt der Verwaltungsrat häufig bewertungsrelevante Informationen offen, die den Aktionären bisher nicht bekannt sind wie z.B. Daten aus Budgets oder Businessplänen.

Zum Teil werden diese Ausführungen noch durch eine „Fairness Opinion" eines Dritten unterstützt, in der der betreffende Gutachter Ausführungen zum Unternehmenswert sowie zum Verhältnis zwischen diesem Wert und dem Angebotspreis macht. Wenn sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf eine Fairness Opinion abstützen will, so muss der mit der Erstellung beauftragte Dritte gemäss Art. 30 Abs. 6 UEV einerseits besonders befähigt und andererseits von der Zielgesellschaft

tigen Zwischenabschlusses kann allerdings verzichtet werden, wenn spätestens 10 Tage vor Ablauf der Angebotsfrist ein Jahres- oder Halbjahresbericht veröffentlicht wird.

34 BÖCKLI, S. 825; SCHENKER, S. 587.

35 BÖCKLI, S. 826; GLATTHAAR, S. 152.

36 Vgl. GLATTHAAR, S. 154.

37 Dazu im Einzelnen GLATTHAAR, S. 159 ff.

© Stämpfli Verlag AG Bern

unabhängig sein.[38] Im Sinne des übernahmerechtlichen Transparenzgebotes genügt es aber nicht, wenn im Rahmen der Fairness Opinion nur offengelegt wird, ob der betreffende Dritte das Angebot als angemessen oder unangemessen betrachtet. In der Fairness Opinion muss der Ersteller vielmehr auch offenlegen, auf welchen Grundlagen er zu diesem Schluss gekommen ist.[39] Konkret müssen die Bewertungsmethoden sowie die Grundlagen der Bewertung offengelegt werden wie z.B. die bei einer DCF-Bewertung[40] verwendeten zukünftigen Cash Flows und Diskontierungssätze.[41] Bei der Bewertung aufgrund von Vergleichstransaktionen müssen die entsprechenden Transaktionen im Detail dargelegt werden.[42] Diese Angaben sind für die Aktionäre der Zielgesellschaft letztlich meist wesentlich interessanter als die Feststellung, dass das Angebot "fair" sei, da sie auf diese Weise Zugang zu Informationen erhalten, die sie im Normalfall vom Unternehmen nicht bekommen[43], und auf dieser Basis selbst eine Bewertung vornehmen können.

2.2.3 Transparenz zur kontradiktorischen Informationsvermittlung

Das Konzept des Gesetzgebers bezüglich der Transparenz bei Übernahmen geht letztlich von einer kontradiktorischen Darstellung des relevanten Sachverhaltes aus – Anbieter und Zielgesellschaft stellen den Aktionären der Zielgesellschaft gesamthaft alle Informationen zur Verfügung, welche die Aktionäre benötigen, um über das Angebot zu entscheiden.[44] Während der Anbieter primär den Inhalt seines Angebotes darstellt, stellt die Zielgesellschaft diejenigen Informationen zur Verfügung, welche den Aktionären ermöglichen, den Angebotspreis mit dem Wert des Unternehmens zu vergleichen.

Dieses gesetzgeberische Konzept funktioniert bei feindlichen Übernahmen sehr gut. In einer derartigen Situation stellen Anbieter und Zielgesellschaft die Vor- und Nachteile der Transaktion für die Aktionäre tat-

38 SCHENKER, S. 591.
39 Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E. 10.3); Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli Holding AG (E. 9.2).
40 Dazu im Einzelnen THÉVENOZ/ZWEIFEL, S. 113 ff.
41 HÖHN/LANG/ROELLI, S. 366.
42 Vgl. Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E. 10.3).
43 Kotierte Unternehmen geben nie derart detaillierte Prognosen zum Cash Flow bekannt, wie sie in DCF-Bewertungen verwendet werden.
44 GLATTHAAR, S. 111.

© Stämpfli Verlag AG Bern

sächlich aus einem unterschiedlichen Blickwinkel dar und geben auch Informationen ab, um die Aktionäre von ihren Aussagen zu überzeugen. Vor allem die Zielgesellschaft legt in einer derartigen Situation häufig Informationen zur Bewertung des Unternehmens offen, die für die Publikumsaktionäre neu sind, um ihnen so eine umfassende Bewertung, die auch zukünftige Entwicklungen einbezieht, zu ermöglichen.[45] Dieses kontradiktorische Konzept der Information funktioniert bei freundlichen Übernahmen weniger gut, da bei derartigen Transaktionen, wie hinten in Ziff. 3.2 dargestellt, Anbieter, Zielgesellschaft und auch die Ersteller einer Fairness Opinion alle auf das Ziel hinarbeiten, den Aktionären der Zielgesellschaft das Angebot positiv darzustellen und diese zur Annahme zu bewegen. Bei freundlichen Angeboten können die Aktionäre der Zielgesellschaft daher kaum neue Informationen erwarten, die ihnen eine kritische Beurteilung des Angebotes ermöglichen würden.

2.3 Gleichbehandlungspflicht beim Angebot

Gemäss Art. 127 Abs. 2 FinfraG muss der Anbieter in seinem Angebot Inhaber von Beteiligungspapieren gleich behandeln. Damit wird das Gleichbehandlungsprinzip, das für die Gesellschaft auf aktienrechtlicher Grundlage gegenüber ihren Aktionären gilt,[46] in der Übernahmesituation auf den Anbieter ausgedehnt.[47] Die in Art. 127 Abs. 2 FinfraG festgehaltene Gleichbehandlungspflicht gebietet dem Anbieter insbesondere, allen Aktionären der Zielgesellschaft, welche die gleiche Kategorie[48] Aktien halten, den gleichen Preis und die gleichen Bedingungen zu offerieren.[49] Da das Gleichbehandlungsgebot den Anbietern verbietet, im Rahmen des Angebotes grösseren Aktionären einen höheren Preis bzw. bessere Bedingungen zu bieten als kleineren Aktionären, ist dieses Gebot ein wesentlicher

45 Häufig machen Unternehmen entweder direkt oder im Rahmen einer Fairness Opinion sehr weitgehende Angaben über die in der Zukunft erwarteten Gewinne, während sie im Rahmen ihrer normalen Berichterstattung bei Prognosen eher zurückhaltend sind.

46 Vgl. dazu vorne Ziff. 1.2.

47 BERNET, S. 168 f.; SCHENKER, S. 265.

48 Soweit sich das Angebot auf mehrere Kategorien von Aktien bezieht (z.B. Namen- und Inhaberaktien mit unterschiedlichen Nennwerten), muss der Anbieter auf ein angemessenes Verhältnis bei den Angebotspreisen der verschiedenen Aktien achten und darf nicht eine einzelne Kategorie bevorzugen.

49 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 damit besser behandelt wurden als die übrigen Aktionäre.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Bestandteil des übernahmerechtlichen Minderheitsschutzes. Eine Konkretisierung des Gleichbehandlungsgrundsatzes bei der Preisbestimmung ist die in Art. 10 UEV festgehaltene Best Price-Regel, die den Anbieter verpflichtet, während der Laufzeit des Angebotes und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist allen Aktionären der Zielgesellschaft den gleichen Preis zu bezahlen. Kauft der Anbieter oder eine Person, die in Absprache mit dem Anbieter handelt, 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.[50] Damit haben die Minderheitsaktionäre im Falle einer besseren Behandlung grosser Aktionäre ein Recht auf Auszahlung des den grösseren Aktionären bezahlten Preises. Dieses Recht wird im Übrigen nicht nur von der Übernahmekommission durchgesetzt, die Aktionäre der Zielgesellschaft haben einen klagbaren Anspruch auf Auszahlung, den sie gegenüber dem Anbieter gegebenenfalls auch selbst in einem Zivilverfahren durchsetzen können.[51]

Durch die Vorschriften über Preise bei Pflichtangeboten wird das Gleichbehandlungsgebot auf die Zeit vor dem öffentlichen Angebot ausgedehnt. Macht ein Anbieter ein Angebot, das bei Annahme durch die Aktionäre zu einer Beteiligung führt, die über dem Grenzwert[52] für öffentliche Angebote liegt, so kommt Art. 135 Abs. 2 lit. b FinfraG zur Anwendung. Gemäss dieser Bestimmung muss der Angebotspreis dem höchsten Preis entsprechen, den der Anbieter in den letzten 12 Monaten, die dem Angebot vorangingen, bezahlt hat. Dies verunmöglicht es einer Person, welche ein öffentliches Angebot plant, während dieser Periode Preise zu bezahlen, welche den von ihr geplanten Angebotspreis überschreiten. Letztlich verhindert dies, dass ein Anbieter vor dem Angebot für grosse Beteiligungen eine Kontrollprämie bezahlt. Damit wird die absolute Gleichbehandlung von Minderheits- und Mehrheitsaktionären bei Angeboten sichergestellt. Gleichzeitig wird allerdings den Aktionären, die eine Kontrollposition haben, die Kontrollprämie, die ihnen aus ökonomischer Sicht zukommen sollte, entzogen. Art. 135 FinfraG und die mit dieser Bestimmung verbundenen Preisvorschriften kommen jedoch dann

---

50 Empfehlung I der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG Holding AG (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.

51 SCHÄREN, S. 454 f.; GOTSCHEV, S. 288; a.A. LINDER, S. 134.

52 Dieser Grenzwert liegt gemäss Art. 135 FinfraG im Normalfall bei 33 1/3%, kann aber im Rahmen eines Opting up auch bis auf 49% erhöht werden.

© Stämpfli Verlag AG Bern

nicht zur Anwendung, wenn eine Gesellschaft eine Opting out-Klausel i.S.v. Art. 125 Abs. 3 resp. Abs. 4 FinfraG in ihre Statuten aufgenommen hat. Konsequenz des Opting outs ist, dass sich der Gleichbehandlungsanspruch der Minderheitsaktionäre auf die Zeit nach Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung beschränkt und deshalb nur noch sicherstellt, dass die Minderheitsaktionäre unter sich gleich behandelt werden – die Minderheitsaktionäre müssen bei der Existenz einer Opting out-Klausel dagegen damit rechnen, dass eine allfällig bestehende Mehrheits- oder Kontrollposition vor dem öffentlichen Angebot mit einer Prämie verkauft wird. Dies müsste bei der Preisbildung der betreffenden Aktien an der Börse berücksichtigt werden.

2.4 Der Ablauf des öffentlichen Angebotes: Ausreichend Zeit zur Informationsverarbeitung

Der Ablauf des öffentlichen Angebotes ist in der Übernahmeverordnung so gestaltet worden, dass das Verfahren zwar zügig abläuft, die Aktionäre der Zielgesellschaft aber genügend Zeit haben, um die Informationen, die sie erhalten, vor ihrem Entscheid zu verarbeiten:

- Das Angebot kann gemäss Art. 14 Abs. 1 UEV erst nach Ablauf einer Karenzfrist von 10 Tagen nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes angenommen werden. Diese Karenzfrist und der Umstand, dass sich die Angebotsfrist gemäss Art. 14 Abs. 2 UEV auf mindestens 20 Börsentage belaufen muss, verhindern, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot voreilig annehmen, d.h. eine Entscheidung treffen, bevor sie alle Informationen erhalten und verarbeitet haben. Auch hier gilt natürlich, dass sehr viele Aktionäre die Informationen, die veröffentlicht werden, ignorieren oder nicht aktiv verarbeiten. Dies ist aber unproblematisch; es genügt, wenn ein relativ geringer Teil der Aktionäre diese Informationen verarbeitet, da sie sich dann im Kurs der Aktien spiegeln werden.[53] Steigt dieser über den Angebotspreis, so werden auch die völlig unbedarften Anleger ihre Aktien dem Anbieter nicht anbieten – die Kursgestaltung wird so zum Informationsmittel für diejenigen Anleger, welche die Informationen über das Angebot und die Zielgesellschaft selbst nicht berücksichtigen.[54] Die Erfahrung zeigt

[53] Vgl. dazu vorne Ziff. 1.2.
[54] Vgl. GLATTHAAR, S. 56.

© Stämpfli Verlag AG Bern

im Übrigen, dass die Aktionäre die Möglichkeit, auf Informationen zu warten und diese zu verarbeiten bzw. abzuwarten, dass andere Aktionäre die Informationen in ihre Entscheidungen einbeziehen, auch tatsächlich wahrnehmen. Dies zeigt sich daran, dass Annahmeerklärungen im Allgemeinen erst in den letzten Tagen vor Ablauf der Angebotsfrist eingehen.

- Diese Strategie des Abwartens ist auch bei Teilangeboten möglich, bei denen der Anbieter nur einen Teil der ausstehenden Aktien der Zielgesellschaft erwirbt,[55] da Art. 9 Abs. 5 UEV vorschreibt, dass der Anbieter die ihm angebotenen Aktien der Zielgesellschaft von allen Aktionären, die das Angebot angenommen haben, zu anteilsmässig gleichen Teilen übernehmen muss. Daher kann der Anbieter auch bei Teilangeboten die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht durch eine "first come first serve"-Politik unter zeitlichen Druck setzen.[56]
- Kommt es während der Angebotsfrist zu einem konkurrierenden Angebot, so wird die Angebotsfrist des ersten Angebotes gemäss Art. 51 Abs. 1 UEV so verlängert, dass sie gleichzeitig mit der Annahmefrist für das konkurrierende Angebot abläuft. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft tatsächlich die Wahl zwischen den konkurrierenden Angeboten haben.[57] Diese Wahlmöglichkeit wird dadurch erleichtert, dass die Aktionäre, welche das erste Angebot angenommen haben, diese Annahme gemäss Art. 51 Abs. 2 UEV bei der Publikation eines konkurrierenden Angebotes widerrufen können.[58]
- Kommt das Angebot zustande, d.h., stellt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist fest, dass die Bedingungen, unter denen das Angebot stand, erfüllt worden sind, so muss er den übrigen Aktionären der Zielgesellschaft gemäss Art. 14 Abs. 5 UEV eine Nachfrist von 10 Börsentagen einräumen, während der sie das Angebot auch noch annehmen können. Damit wird verhindert, dass Aktionäre in einer "Torschlusspanik" das Angebot annehmen, ohne zu wissen, ob es überhaupt

---

55 Dies ist möglich, wenn ein Anbieter bei einer Zielgesellschaft weniger als 33 1/3% der Aktien erwerben will. Bei einem höheren Prozentsatz muss der Anbieter gemäss Art. 135 FinfraG ein Pflichtangebot für sämtliche Aktien machen. Bei Gesellschaften, deren Statuten ein Opting out vorsehen, sind Teilangebote in jeder Höhe möglich.

56 LINDER, S. 36, Fn 230.

57 GABERTHÜEL, S. 108.

58 GABERTHÜEL, S. 108.

© Stämpfli Verlag AG Bern

zustande kommt, d.h., ob es für die vom Anbieter festgesetzte Mindestzahl von Aktien angenommen wird.[59]

Durch diese Regeln über den zeitlichen Ablauf des Angebotes wird sichergestellt, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft die ihnen zur Verfügung gestellten Informationen tatsächlich verarbeiten und nicht durch kurze Fristen oder andere Massnahmen des Anbieters unter zeitlichen Druck gesetzt werden können. Die Vorschriften über den Ablauf der öffentlichen Angebote sind damit eine wichtige Ergänzung zu den Transparenzvorschriften, da Transparenz nur Wirkung zeigen kann, wenn die betroffenen Personen auch Zeit haben, die Informationen, die sie erhalten, vor ihrem Entscheid auszuwerten. Überdies erleichtern diese Vorschriften auch den Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern, was sich ebenfalls zu Gunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt[60] – aufgrund der Vorschriften über Karenzfrist und Mindestdauer der Annahmefrist hat ein Konkurrenzanbieter nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes mindestens 30 Börsentage Zeit, um ein Angebot vorzubereiten.

3. Durchsetzung des börsenrechtlichen Minderheitenschutzes im Verfahren

3.1 Die Übernahmekommission setzt den Minderheitenschutz um

Die Übernahmekommission hat gemäss Art. 126 Abs. 3 FinfraG die Aufgabe, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote im Einzelfall zu überprüfen. Sie eröffnet daher bei jedem öffentlichen Angebot ein Verfahren, in dem sie kontrolliert, ob Voranmeldung bzw. Angebotsprospekt des Anbieters den anwendbaren Vorschriften entsprechen. Sie erlässt daraufhin eine Verfügung, in der sie die Resultate ihrer Abklärungen festhält und feststellt, ob das Angebot des Anbieters tatsächlich den anwendbaren Vorschriften entspricht bzw. gegebenenfalls weitere notwendige Anordnungen trifft.[61] Die Übernahmekommission

[59] GLATTHAAR, S. 26.
[60] BILEK, S. 14 ff.; GABERTHÜEL, S. 107; WATTER/MAIZAR, S. 17, mit weiteren Hinweisen.
[61] TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, S. 136 f.; SCHENKER, S. 228 f.

© Stämpfli Verlag AG Bern

überprüft auch das weitere Verhalten des Anbieters und der Zielgesellschaft und erlässt die notwendigen Verfügungen, wenn sie korrigierend eingreifen muss.

Die Übernahmekommission geht grundsätzlich nach der Offizialmaxime vor, d.h., sie überprüft das Verhalten der Beteiligten unabhängig von den Anträgen, welche die einzelnen Parteien im Verfahren stellen, und kann auch aus eigener Initiative Sachverhaltsabklärungen machen bzw. die Prüfstelle mit entsprechenden Abklärungen beauftragen.[62] Die Übernahmekommission prüft dabei insbesondere auch, ob Anbieter und Zielgesellschaft alle Vorschriften zum Minderheitenschutz einhalten, wobei sie insbesondere die Vermittlung von Information und die Einhaltung der Preisvorschriften eingehend überprüft.

3.2 Der kontradiktorische Charakter des Verfahrens der Übernahmekommission

Obwohl es sich beim Verfahren der Übernahmekommission um ein Verwaltungsverfahren handelt und die Übernahmekommission der Offizialmaxime folgt, hat das Übernahmeverfahren doch die Züge eines stark kontradiktorischen Verfahrens. Anbieter und Zielgesellschaft nehmen typischerweise im Rahmen des Verfahrens Gegenpositionen ein und zeigen in ihren Eingaben aufgrund ihrer Interessengegensätze gegenseitig Probleme sowie Rechtsverletzungen auf und machen so die Übernahmekommission auf diese Probleme aufmerksam.

Im Rahmen derartiger Verfahrenskonstellationen versteht sich die Übernahmekommission häufig als "neutraler Schiedsrichter" zwischen Zielgesellschaft und Anbieter[63] und konzentriert sich auf die Sicherung der Interessen der Publikumsaktionäre der Zielgesellschaft. Dieses kontradiktorische Verfahren zeigt in der Praxis sehr gute Wirkungen, da Zielgesellschaft und Anbieter bzw. ihre Anwälte tatsächlich nicht nur das Verhalten der Gegenseite genau analysieren, sondern Rechtsverletzungen der Gegenseite auch sofort der Übernahmekommission anzeigen und bei dieser entsprechende Anträge stellen. Daher gibt es bei derartigen Verfahren auch kaum Probleme, die der Übernahmekommission verborgen bleiben.

---

62 Vgl. NOBEL, S. 919; Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 13. Juli 2007 i.S. Converium Holding AG (E. 58); SCHENKER, S. 230.

63 VON DER CRONE, S. 1 f.; SCHENKER, S. 220.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Das oben beschriebene kontradiktorische Verfahren versagt aber bei freundlichen Übernahmen. Wenn Zielgesellschaft und Anbieter konsequent zusammenarbeiten, um ein Übernahmeangebot durchzusetzen, funktionieren die oben dargestellten Mechanismen der gegenseitigen Überwachung nicht mehr. In diesen Fällen stellen sich auch die Ersteller von Fairness Opinions in den Dienst von Anbieter und Zielgesellschaft, um zu begründen, weshalb das Angebot fair bzw. attraktiv ist. Die Erfahrung zeigt, dass es relativ einfach ist, durch die Wahl der Methode und die Schätzung der zukünftigen Gewinne das Ergebnis der DCF-Bewertung, welche einer Fairness Opinion normalerweise zugrunde liegt,[64] nach den Wünschen der Beteiligten zu gestalten.

Auch die Prüfstellen setzen sich in derartigen Situationen, mindestens in den Bereichen, in denen sie einen Ermessensspielraum haben, meist konsequent für das Angebot ein. Die Gefahr, dass Anbieter und Zielgesellschaft zusammenarbeiten, ist natürlich dann besonders gross, wenn die Organe der Zielgesellschaft bereits vor der Transaktion unter dem Einfluss des Anbieters stehen, weil dieser schon zu diesem Zeitpunkt die Stimmenmehrheit an der Zielgesellschaft hält, oder wenn Verwaltungsrat und Management im Rahmen eines MBO selbst eine Übernahme planen bzw. sich am Anbieter massgeblich beteiligen. Die von der Übernahmekommission vorgesehenen Methoden zur Vermeidung von Interessenkonflikten, wie insbesondere die Bildung eines Ausschusses neutraler Verwaltungsräte zur Beurteilung des Angebotes sowie die Erstellung einer Fairness Opinion,[65] führen in einer derartigen Situation auch nicht zum gewünschten Ergebnis, da erfahrungsgemäss bei solchen Massnahmen alle Beteiligten wissen, welche Ziele verfolgt werden müssen und die neutralen Verwaltungsratsmitglieder keine Eigeninitiative entwickeln, die sich gegen den Anbieter wenden würde.[66]

Ein krasses Beispiel einer derartigen Kollusion der Beteiligten stellt die Übernahme der Quadrant AG durch die Aquamit B.V. im Jahr 2009 dar; bei der Quadrant AG schloss sich die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungsrates mit der Mitsubishi Plastics Inc. zusammen, um die Aquamit B.V. als gemeinsame Akquisitionsgesellschaft zu gründen, die

---

64 Vgl. dazu vorne Ziff. 2.2.2.

65 HÖHN/LANG/ROELLI, S. 364 f.; Empfehlung der UEK vom 6. Oktober 2007 i.S. Unilabs S.A. (E. 8.3); Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon appétit Group AG (E. 6.2.2).

66 Vgl. HÖHN/LANG/ROELLI, S. 367.

© Stämpfli Verlag AG Bern

dann ein öffentliches Übernahmeangebot für die Quadrant AG machte.[67] Der Verwaltungsrat der Quadrant AG sorgte darauf unter anderem durch den Verkauf der Aktien, welche die Quadrant AG selbst hielt, dafür, dass das Angebot erfolgreich war.

Im Rahmen dieser Transaktion erhielten die Verwaltungsratsmitglieder von der Akquisitionsgesellschaft CHF 114.50 pro Quadrant-Aktie. Dieser Preis lag 33% über dem Preis des öffentlichen Angebotes von CHF 86. Diese Preisdifferenzierung war möglich, weil Art. 32 Abs. 4 BEHG in der 2009 geltenden Fassung eine Prämie von 33,3% für den Kauf von Aktien vor dem öffentlichen Angebot zuliess. Zusätzlich erhielten die Verwaltungsratsmitglieder von Mitsubishi noch Nebenleistungen, welche die Prüfstelle in ihrem Bewertungsbericht mit CHF 40.2 bis 48.2 Mio. bewertete.[68] Die Prüfstelle stellte darauf aber fest, dass diese Nebenleistungen durch Leistungen der Verwaltungsräte aufgewogen wurden. Dazu bewertete sie den Arbeitseinsatz und das persönliche Know-how, das die betreffenden Verwaltungsräte in die gemeinsam mit Mitsubishi Plastics Inc. gebildete Akquisitionsgesellschaft einbrachten, mit insgesamt CHF 6,6 bis 14,6 Mio.,[69] obwohl die Verwaltungsräte von der Quadrant schon marktübliche Lohnzahlungen erhielten.[70] Zudem bewertete die Prüfstelle ein unlimitiertes Vorkaufsrecht, das die Verwaltungsräte Mitsubishi Plastics Inc. bezüglich ihrer Aktien an der Akquisitionsgesellschaft gewährt hatten, mit CHF 25.4 bis 32.3 Mio. Diese Bewertung erstaunte, da es sich nicht um ein einseitiges Vorkaufsrecht handelte, sondern Mitsubishi den Verwaltungsräten auf der ihr gehörenden Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft ein identisches Vorkaufsrecht eingeräumt hatte, so dass eigentlich angenommen werden konnte, dass sich der Wert der beiden Vorkaufsrechte kompensierte. Obwohl das Vorkaufsrecht überdies auch zeitlich beschränkt war und Mitsubishi nur dazu berechtigte, die Beteiligung der Verwaltungsräte zum gleichen Preis zu kaufen wie

---

67 Der Autor vertrat im übernahmerechtlichen Verfahren einen Aktionär, der davon ausging, dass die Nebenleistungen, die Mitsubishi Plastics Inc. erbrachte, gegen die Preisvorschriften von Art. 32 BEHG (heute: Art. 135 FinfraG) verstiessen.

68 Prüfstellenbericht von Kepler Capital Markets "Public Tender by Aquamit B.V. for the publicly-held Register Chairs of Quadrant, Review Board Report on Nebenleistungen and minimum price rule compliance" vom 9. Oktober 2012, S. 6 (einsehbar auf http://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0410).

69 Verfügung 410/05 der UEK vom 13. Dezember 2012 i.S. Quadrant AG (E. 6.2.1). Prüfstellenbericht Kepler vom 9. Oktober 2012 S. 9 ff.

70 Urteil des Bundesverwaltungsgerichtes vom 30. November 2010 i.S. Quadrant AG (E. 10.5).

© Stämpfli Verlag AG Bern

ein Dritter, d.h. zum Verkehrswert, lag der von der Prüfstelle für das Vorkaufsrecht berechnete Wert sogar über dem Preis, den die Verwaltungsräte für den Erwerb der vorkaufsbelasteten Beteiligung bezahlt hatten.[71] Dies waren völlig innovative Bewertungsansätze, die sich von Verkehrswerten weit entfernten und in der Realität nicht nachvollziehbar sind bzw. sogar abstrus erscheinen, aber demnach von der Übernahmekommission akzeptiert wurden.[72] Da die Übernahmekommission bei der Überprüfung von Prüfungsberichten extreme Zurückhaltung zeigt, haben derartige Kollusionstaktiken Erfolg und untergraben auf diese Weise den Minderheitenschutz und das System der Sachverhaltsuntersuchung durch die Prüfstelle.

4. Verfahrensrechte von Minderheitsaktionären

In Situationen, in denen das kontradiktorische Verfahren wegen Kollusion zwischen Anbieter und Zielgesellschaft versagt und auch die Prüfstelle Mängel aufweist, ist es wichtig, dass die Minderheitsaktionäre ihre Rechte direkt geltend machen können.

Bei der Einführung des Börsengesetzes im Jahre 1996 war nicht vorgesehen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren

---

71 Verfügung 410/05 der UEK vom 13. Dezember 2012 i.S. Quadrant AG (E. 6.5.1). Prüfstellenbericht von Kepler vom 9. Oktober 2012 S. 15 ff.

72 Der Wert von Know-how und Arbeitseinsatz wurde dadurch bewertet, dass die Gewinne, welche die Verwaltungsratsmitglieder in den vorangehenden Jahren mit Optionen auf Quadrant erzielt hatten, als zusätzliches Arbeitsentgelt betrachtet wurden, mit denen vor der Übernahme Know-how und Arbeitseinsatz abgegolten wurden, obwohl die Verwaltungsratsmitglieder in den Vorjahren im Rahmen der Vergütungsberichte der Quadrant immer behauptet hatten, dass sie die Optionen zu Verkehrswerten gekauft hätten und dass die damit erzielten Gewinne daher keine Entschädigung für ihren Arbeitseinsatz darstellten. Beim Vorkaufsrecht wurde dagegen behauptet, dass dieses wirtschaftlich betrachtet einseitig und nicht zweiseitig sei und dass sein Wert einem Minderheitsabzug von 25% auf dem extrapolierten zukünftigen Wert der Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft entspreche. Da die Prüfstelle davon ausging, dass der Wert der Beteiligung sich in Zukunft mehr als vervierfachen würde, führte diese Betrachtung dazu, dass der Wert des Vorkaufsrechtes auf der Beteiligung der Verwaltungsräte plötzlich über dem Preis lag, den die Verwaltungsräte für die vom Vorkaufsrecht betroffene Beteiligung bezahlt hatten (eigentlich behauptete die Prüfstelle damit, dass jemand den Kaufpreis einer Beteiligung daraus bezahlen könnte, dass er einem Dritten ein unlimitiertes Vorkaufsrecht auf der betreffenden Beteiligung gewährt, da er für dieses mehr erhält als den Preis der Beteiligung – diese Schlussfolgerung belegt, dass die Bewertung ungewöhnlich war).

© Stämpfli Verlag AG Bern

Parteistellung haben sollten. Einerseits verliess sich der Gesetzgeber darauf, dass die Aktionärsinteressen durch das kontradiktorische Verfahren zwischen Zielgesellschaft und Anbieter sowie auch durch die Übernahmekommission, die nach Offizialmaxime handelt,[73] geschützt werden. Andererseits fürchtete der Gesetzgeber, dass der Einbezug der Aktionäre das Verfahren verlangsamen würde und so Übernahmen erschweren könnte – die Diskussionen bei der Einführung und den späteren Revisionen des Börsengesetzes zeigen letztlich, dass der Gesetzgeber immer zwischen der Gewährung von rechtsstaatlichen Mitwirkungsrechten an die Aktionäre und dem Erfordernis eines schnellen und effizienten Übernahmeverfahrens schwankte.[74] Daher entwickelte sich in der Revision im Jahr 2009 auch das Konzept, dass nicht jeder Aktionär, sondern nur "qualifizierte" Aktionäre, die einen bestimmten Prozentsatz[75] der Aktien halten, Parteistellung haben.[76] Hinter diesem Konzept steht die Idee, dass die grössten Minderheitsaktionäre auch das grösste Interesse haben, die Rechte der Minderheitsaktionäre durchzusetzen und so in wirtschaftlicher Sicht die Interessen aller Aktionäre vertreten.[77]

4.1 Die Parteistellung von qualifizierten Aktionären

Aktionäre, die mehr als 3% der Stimmrechte[78] an der Zielgesellschaft halten, können sich gemäss Art. 139 Abs. 3 FinfraG als Partei konstituieren. Der Aktionär, der dieses Recht beanspruchen will, muss mit dem Antrag auf Parteistellung gemäss Art. 57 Abs. 2 UEV den Nachweis der Beteiligung erbringen, wobei die 3% aufgrund des im Handelsregister eingetragenen Aktienbestandes der Zielgesellschaft berechnet werden.[79] Beim Recht, Parteistellung im Übernahmeverfahren einzunehmen, handelt es

---

73 Vgl. dazu vorne Ziff. 3.1.

74 Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 1. Februar 2006, S. 2905 f.; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, S. 128 f.; SCHERRER, S. 4 f.

75 Anfänglich 2%, seit der Revision im Jahre 2013 3%.

76 Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 1. Februar 2006, S. 2906.

77 Vgl. BILEK, S. 78; SCHERRER, S. 8; LÄSER/VON DER CRONE, S. 364; SCHENKER, S. 231.

78 Bei der Frage, ob dieser Grenzwert erreicht wird, ist es sehr relevant, ob die Stimmrechte tatsächlich ausgeübt werden können oder ob der Aktionär aufgrund einer Vinkulierungsbestimmung kein Stimmrecht hat.

79 HÖHN/LANG/ROELLI, S. 424; SCHERRER, S. 28.

© Stämpfli Verlag AG Bern

sich um ein Individualrecht des Aktionärs und nicht um ein Gruppenminderheitsrecht wie z.B. das Einberufungs- und Traktandierungsrecht gemäss Art. 699 OR.[80] Dies ergibt sich daraus, dass die Parteistellung grundsätzlich eine individuelle Eigenschaft eines Rechtssubjektes ist und eine kollektive Parteistellung nur in den Fällen möglich ist, in denen dies durch Gesetz oder Verordnung ausdrücklich vorgesehen wird, was im vorliegenden Fall nicht zutrifft. Überdies spricht auch die historische Auslegung gegen ein Gruppenrecht, da in der Botschaft zum FINMAG von "*einer Aktionärin oder ein[em] Aktionär*" gesprochen wird.[81]

Der Aktionär, der sich als Partei konstituiert, muss die qualifizierte Beteiligung von mindestens 3% während der gesamten Dauer des Verfahrens vor Übernahmekommission und FINMA aufrechterhalten;[82] gemäss Art. 57 Abs. 3 UEV kann die Übernahmekommission jederzeit den Nachweis verlangen, dass die betreffende Beteiligung immer noch besteht. Im Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht, d.h., wenn der betreffende Aktionär oder eine der anderen Parteien eine Verfügung der FINMA anficht, richtet sich die Parteieigenschaft allein nach Art. 48 VwVG, so dass ein Aktionär, der am Verfahren vor der FINMA teilgenommen hat, unabhängig von der Aufrechterhaltung des Aktienbesitzes auch im Beschwerdeverfahren Parteistellung hat.[83] Die Möglichkeit, auch ohne qualifizierten Aktienbesitz am Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht teilzunehmen, ist in der Praxis deshalb wichtig, weil dies dem Aktionär ermöglicht, seine Aktien beim Angebot des Anbieters einzuliefern, aber weiterhin vor Bundesverwaltungsgericht ein Verfahren über die Höhe des Preises zu führen.

Der Aktionär, der sich am Verfahren als Partei beteiligt, wird gemäss Art. 117 f. FinfraV kostenpflichtig, wenn er spezielle Kosten verursacht.[84] Im Verfahren vor der Übernahmekommission werden keine Parteientschädigungen zugesprochen, auch wenn der Aktionär als Partei mit seinen

---

80 So auch SCHÄRER, S. 104 ff.; BILEK, S. 80; BOVEY/WASER, S. 242; a.A. ZYSSET, S. 84 ff.; BasK-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, N 134 zu Art. 32 BEHG.

81 Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 1. Februar 2006, S. 2906.

82 TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, S. 132; SCHÄRER, S. 106; GERICKE/WIEDMER, N 15 zu Art. 57 UEV.

83 Urteil des Bundesverwaltungsgerichtes vom 30. November 2010 i.S. Quadrant AG (E. 1.3 und E. 1.4); GERICKE/WIEDMER, N 16 zu Art. 56 UEV.

84 In der Praxis kommt es immer zu Kosten, vor allem aber wenn der Aktionär selbst Anträge stellt. Keine Kosten fallen an, wenn er zwar Parteistellung einnimmt, sich selbst aber nie äussert.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Anträgen unterliegt. Im späteren Rechtsmittelverfahren muss er dagegen die normalen Gebühren und Parteientschädigungen zahlen.[85]

4.2 Der Zeitpunkt der Zulassung als Partei

Der Aktionär, der sich in einem Übernahmeverfahren als Partei konstituieren will, muss gemäss Art. 57 Abs. 1 lit. a UEV bei einem öffentlichen Angebot innert fünf Börsentagen nach der ersten Verfügung der Übernahmekommission oder der Veröffentlichung des Prospektes ein entsprechendes Gesuch bei der Übernahmekommission einreichen. Will der betreffende Aktionär dagegen bei einem Verfahren über die Gewährung einer Ausnahmebewilligung von einem Pflichtangebot Parteistellung erlangen, muss er sein Gesuch innert fünf Börsentagen nach Veröffentlichung der ersten Verfügung der UEK einreichen.[86]

Nimmt ein Aktionär die oben dargestellten Fristen nicht wahr, so hat er sein Recht auf Teilnahme am Verfahren verwirkt.[87] Ein späterer Eintritt eines Aktionärs in das Verfahren als Partei ist nicht möglich.[88] Diese zeitliche Einschränkung ist m.E. nicht sachgerecht, da sich im Verfahren Änderungen ergeben können, so dass ein Aktionär legitime Gründe hat, später noch in das Verfahren einzutreten[89] – z.B. kann im Rahmen eines bisher normal verlaufenen Übernahmeangebotes plötzlich der Verdacht auftreten, dass die Best-Price-Regel verletzt wurde. Es ist aber auch möglich, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, der einer Übernahme zuerst kritisch gegenüberstand, seine Position plötzlich ändert und die Übernahme befürwortet, was aufgrund der oben dargestellten Kollusionsgefahr den Eintritt der Aktionäre in das Verfahren notwendig machen kann.

Die oben dargestellten Fristen haben natürlich auch die Konsequenz, dass ein Aktionär, der seine Aktien nach dem Ablauf dieser Fristen erwirbt bzw. aufgrund zusätzlicher Käufe erst nach diesem Datum die 3%-Grenze überschreitet, keine Möglichkeit mehr hat, am Verfahren als Partei teilzunehmen. Auch bei diesen Aktionären gibt es m.E. aber legitime Gründe, nach dem Kauf dem Verfahren beizutreten, falls sich

---

85 SCHERRER, S. 104.
86 Art. 57 Abs. 1 lit. b UEV.
87 HÖHN/LANG/ROELLI, S. 428.
88 THÉVENOZ, S. 35; GERICKE/WIEDMER, N 8 zu Art. 57 UEV.
89 So auch SCHERRER, S. 39; BasK-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, N 23 zu Art. 33b BEHG.

© Stämpfli Verlag AG Bern

gegenüber dem Zeitpunkt, in dem sie die Aktien erworben haben, Veränderungen ergeben. De lege ferenda wäre es daher wünschenswert, wenn die Aktionäre in jedem Zeitpunkt des erstinstanzlichen Verfahrens vor der Übernahmekommission dem Verfahren beitreten könnten.

Ein Aktionär kann bereits vor dem Beginn des Fristenlaufs ein Gesuch um Parteistellung bei der Übernahmekommission einreichen – beispielsweise kann er ein derartiges Gesuch bereits bei der Veröffentlichung einer Voranmeldung einreichen.[90] Nach der Praxis der Übernahmekommission hat er aber auch bei frühzeitiger Einreichung erst ab dem Zeitpunkt, in dem die oben genannten Fristen beginnen, Parteirechte.[91] Dies erhöht den Zeitdruck auf den betroffenen Aktionär, da er vor diesem Zeitpunkt insbesondere auch keine Akteneinsicht nehmen kann.[92] Diese Einschränkung der Parteirechte ist m.E. nicht sachgerecht und hat auch keine rechtliche Grundlage; Art. 57 UEV definiert nämlich nicht den Beginn des Verfahrens für den Aktionär, sondern nur den Beginn des Fristenlaufs für ein Gesuch um Parteistellung. Überdies spricht die unbestrittene Notwendigkeit eines schnellen Übernahmeverfahrens auch nicht gegen die frühe Zulassung der Aktionäre, da sich das Verfahren ja nicht verlängert, wenn diese früher Akteneinsicht haben.

4.3 Die Rechte des qualifizierten Aktionärs als Partei

4.3.1 Akteneinsichtsrecht

Als Partei hat der qualifizierte Aktionär Akteneinsicht und erhält auch Verfügungen und Eingaben der anderen Parteien.[93] Das Einsichtsrecht bezieht sich aber nicht auf das Verfahren vor Veröffentlichung des Angebotsprospektes bzw. der Voranmeldung – die gesamte Korrespondenz, welche die Übernahmekommission mit dem Anbieter im Vorfeld geführt hat, und die Entwürfe, welche der Anbieter der Übernahmekommission

---

90 BOVEY/WASER, S. 241; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, S. 134; GERICKE/WIEDMER, N 11 zu Art. 57 UEV; SCHERRER, S. 37.

91 Vgl. Verfügung 410/01 der UEK vom 29. Mai 2009 i.S. Quadrant AG (lit. J); Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA (E. 1).

92 SCHERRER, S. 91.

93 NOBEL, S. 919; BasK-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, N 134 zu Art. 32 BEHG; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, S. 139; vgl. auch Verfügung 410/02 der UEK vom 16. Juni 2009 i.S. Quadrant AG (lit. C).

© Stämpfli Verlag AG Bern

zur informellen Beurteilung zugestellt hat, stellen nach Ansicht der Übernahmekommission "verwaltungsinterne" Akten dar, die dem Akteneinsichtsrecht nicht unterliegen.[94] Dieser Ausschluss des Einsichtsrechts ist m.E. nicht gerechtfertigt und führt zu einer Ungleichbehandlung der Parteien – wenn Anbieter und Zielgesellschaft vor der Publikation einer Voranmeldung bzw. eines Angebotsprospektes in Kontakt mit der Übernahmekommission treten und von dieser Hinweise und rechtliche Auskünfte erhalten, so ist dies bereits Teil des Verfahrens, weil die Hinweise der Übernahmekommission ja nachher zur Gestaltung des Angebotes führen.

Problematisch für den Aktionär ist auch die Usanz der Übernahmekommission, dass sie über mündliche Kontakte mit Anbieter und Zielgesellschaft bzw. deren Anwälten keine Aufzeichnungen macht.[95] Mündliche Plädoyers sind damit ohne weiteres möglich und beeinflussen das Verfahren, werden den Aktionären aber nicht offengelegt. Dies ist ein Mangel des Verfahrens, der verwaltungsrechtliche Grundsätze und das Prinzip der Gleichbehandlung der Parteien verletzt und deshalb von der Übernahmekommission geändert werden sollte.

Ein Aktionär, der als Partei in ein Verfahren der Übernahmekommission eintritt, muss sich auch daran gewöhnen, dass er nicht über alle Eingaben, die bei der Übernahmekommission eingereicht werden, automatisch orientiert wird. Er erhält nur die Eingaben, bei denen die Übernahmekommission der Ansicht ist, dass er zu diesen Stellung nehmen sollte. Von den übrigen Eingaben erfährt der dem Verfahren beigetretene Aktionär nur, wenn er von der Übernahmekommission periodisch die Zustellung eines Aktenverzeichnisses verlangt. Aus dem revidierten Aktenverzeichnis kann er dann jeweils die neuen Eingaben und Akten ersehen und diese anfordern.

4.3.2 Äusserungsrecht bei Verfügungen

Der qualifizierte Aktionär, der Parteistellung im Verfahren hat, hat das Recht, sich vor dem Erlass von Verfügungen zu äussern.[96] Die Übernahmekommission setzt dem betreffenden Aktionär jeweils Fristen an, damit er sich zu den Eingaben der anderen Parteien äussern kann. Die Fristen

---

94 Vgl. Verfügung der FINMA vom 8. Juli 2009 i.S. Quadrant AG (E. 76).

95 Die Übernahmekommission geht davon aus, dass die betroffenen Personen eine Eingabe machen können, wenn sie möchten, so dass die betreffenden Aussagen bei den Akten sind.

96 Vgl. NOBEL, S. 919.

sind dabei allerdings, wie bei der Übernahmekommission üblich, relativ kurz – zwei bis fünf Börsentage sind üblich.[97]

Ein Aktionär, der sich als Partei konstituiert, kann auch selbst Anträge auf den Erlass von Verfügungen stellen. Er wird dies insbesondere dann verlangen, wenn er der Ansicht ist, dass Zielgesellschaft oder Anbieter die übernahmerechtlichen Vorschriften zum Nachteil der Aktionäre verletzt haben. Insbesondere kann der Aktionär geltend machen, dass ihm aufgrund der Vorschriften über Mindestpreise bei Pflichtangeboten ein höherer Preis zusteht – dies wird in der Praxis der wichtigste Anspruch sein, den ein qualifizierter Aktionär durchsetzen will.[98]

4.3.3 Einsprache gegen Verfügungen

Wenn ein qualifizierter Aktionär, der sich als Partei konstituiert hat, nicht vor Erlass einer Verfügung angehört werden kann, kann er gemäss Art. 58 Abs. 2 UEV innerhalb von fünf Börsentagen nach der Veröffentlichung der betreffenden Verfügung Einsprache erheben. Dieses Einspracherecht betrifft vor allem Verfügungen, die während der Frist erlassen werden, in der sich der betreffende Aktionär als Partei konstituieren muss. Später muss es eigentlich immer möglich sein, den Aktionär, gleich wie die anderen von einer Verfügung betroffenen Parteien, vor dem Erlass der Verfügung anzuhören. Die wichtigsten dieser Einsprachen werden in Art. 58 Abs. 1 UEV direkt erwähnt:

- **Einsprache gegen die erste Verfügung zum Angebot**

Erfährt ein qualifizierter Aktionär erst bei der Veröffentlichung der ersten Verfügung der Übernahmekommission zum Übernahmeverfahren, dass ein Übernahmeverfahren besteht,[99] und beantragt er in diesem Zeitpunkt i.S.v. Art. 57 Abs. 1 lit. a UEV die Zulassung als Partei, so muss er gleichzeitig mit diesem Begehren innert fünf Börsentagen nach Publikation der Verfügung eine Einsprache einreichen. Der Aktionär, der plötzlich von einer gut vorbereiteten Übernahme erfährt, gerät bei dieser Einsprache natürlich in einen ganz erheblichen Zeitdruck. Dieser Zeitdruck ist vor al-

97 SCHENKER, S. 235; vgl. auch VON DER CRONE, S. 12.

98 Vgl. dazu das Verfahren i.S. Quadrant AG vor Übernahmekommission, FINMA und Bundesverwaltungsgericht; vgl. auch SCHERRER, S. 9; WATTER/MAIZAR, S. 17.

99 Zu dieser Situation kommt es immer bei freundlichen Angeboten, bei denen die Parteien auf eine Voranmeldung verzichten. Bei einem derartigen Angebot wird die Verfügung der Übernahmekommission gleichzeitig mit dem Übernahmeprospekt publiziert.

© Stämpfli Verlag AG Bern

lem deshalb problematisch, weil die Übernahmekommission in ihrer ersten Verfügung normalerweise darüber entscheidet, ob Angebotsprospekt und Angebotspreis den anwendbaren Vorschriften entsprechen. Damit hat der Aktionär gerade bei dieser in der Praxis wichtigsten Verfügung der Übernahmekommission die grössten zeitlichen Probleme. Dabei hat er gegenüber Zielgesellschaft und Anbieter natürlich erhebliche Nachteile, da diese die Übernahme bzw. ihre Anträge an die Übernahmekommission während Wochen oder sogar Monaten vorbereiten und mit der Übernahmekommission auch Entwürfe besprechen konnten.[100] Der qualifizierte Aktionär muss dagegen in den fünf Börsentagen, die ihm zur Verfügung stehen, nicht nur Akteneinsicht nehmen, sondern auch die rechtliche Situation analysieren und seine Eingabe formulieren.

- **Einsprache gegen eine Verfügung betreffend Ausnahme von der Angebotspflicht**

Beantragt ein qualifizierter Aktionär Parteistellung gemäss Art. 57 Abs. 1 lit. b UEV, weil die Übernahmekommission eine Verfügung veröffentlicht, mit der sie eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt hat, muss der Aktionär gemäss Art. 58 Abs. 1 lit. b UEV parallel zum Antrag auf Parteistellung auch eine Einsprache einreichen, was zu den gleichen Zeitproblemen führt wie eine Einsprache gegen die erste Verfügung zu einem öffentlichen Angebot.

Grösstes praktisches Problem ist dabei die Akteneinsicht, da er diese erst erhält, wenn er als Partei zugelassen ist.[101] Dies bedeutet, dass er am ersten Tag des Fristlaufs innert Stunden die Parteistellung beantragen und gleichzeitig Akteneinsicht verlangen muss. Erst wenn er diese erhalten hat, kann er eine Eingabe verfassen, wobei ihm dazu dann nur noch etwa drei Arbeitstage bleiben. Der Umstand, dass die Einsprache gemäss Art. 58 Abs. 3 UEV nur eine summarische Begründung erfordert, hilft dem Aktionär in diesem Verfahren leider nicht, da in der Praxis bloss summarisch begründete Eingaben keinerlei Wirkung entfalten und die Übernahmekommission keine Nachfrist zur ausführlichen Begründung ansetzt und auch keinen zweiten Schriftenwechsel durchführt, sondern aufgrund der summarischen Begründung entscheidet. Ohne detaillierte Begründung und Einreichung von Beweismitteln wird die Übernahmekommission auf die Einsprache nicht positiv reagieren bzw. diese

[100] SCHERRER, S. 93.
[101] Vgl. dazu vorne Ziff. 4.3.1.

© Stämpfli Verlag AG Bern

abweisen. Daher muss der Aktionär sehr viel Energie aufwenden, um zeitgerecht eine detaillierte und substantiierte Einsprache einzureichen.

Für den Aktionär ist es aber auch schon nachteilig, dass der sich nicht vor dem Erlass einer Verfügung äussern kann, sondern mit der Einsprache gegen eine bereits publizierte Verfügung ankämpfen muss.[102] Da sich die Übernahmekommission mit der Publikation ihrer Verfügung bereits exponiert hat und eine spätere Änderung der Verfügung aufgrund der Einsprache als Eingeständnis erscheint, dass die Übernahmekommission Sach- bzw. Rechtslage nicht richtig eingeschätzt hat, stellt das Einspracheverfahren eine sehr hohe Hürde dar. Um die Gleichbehandlung aller Parteien sicherzustellen, wäre es sinnvoll, wenn die Übernahmekommission keine Verfügungen ohne Mitwirkung der Aktionäre erlassen würde.[103] Dies wäre sowohl beim Übernahmeverfahren selbst wie auch beim Verfahren über Ausnahmen von Pflichtangeboten möglich:

- Bei Übernahmeverfahren könnte die Übernahmekommission auch bei freundlichen Angeboten darauf verzichten, vor der Publikation des Prospektes eine Verfügung zu erlassen; es wäre nämlich möglich, diese erst nach Ende der Karenzfrist zu erlassen, wenn Aktionäre sich als Parteien konstituiert und Eingaben gemacht haben. Ein solches Verfahren würde auch die Rechtssicherheit erhöhen, denn gemäss jetziger Vorgehensweise können sich Anbieter und Zielgesellschaft bei Vorlage einer Verfügung nicht auf diese verlassen, solange sie mit der Einsprachemöglichkeit eines Aktionärs belastet ist.
- Bei Entscheiden über die Angebotspflicht könnte die Übernahmekommission zunächst nur den Antrag des Anbieters und die Stellungnahme veröffentlichen lassen. Aufgrund dieser Veröffentlichung könnten sich qualifizierte Aktionäre als Parteien konstituieren. Die Verfügung der Übernahmekommission würde dann erst erlassen, wenn jene sich geäussert haben.

---

102 SCHERRER, S. 93.

103 Dies könnte zudem das übernahmerechtliche Verfahren in einigen Fällen sogar noch beschleunigen: Im Fall *Harwanne* musste die Übernahmekommission ihre zuvor erlassene Verfügung wieder aufheben und eine neue Verfügung (Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA) erlassen, aufgrund von Einsprachen qualifizierter Aktionäre, welchen die Mitwirkung am Verfahren zuvor verweigert worden war; dazu im Einzelnen ROMERIO/GERHARD, S. 358.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Das oben dargestellte Verfahren würde den Ablauf einer Übernahme nicht verlängern. Es würde aber in jedem Fall die Position des Aktionärs als Partei verbessern, da jener dann nicht mit einer Einsprache gegen eine bereits ergangene Verfügung ankämpfen müsste, sondern sich vor Erlass der Verfügung äussern könnte.

4.3.4 Rechtsmittel

Der qualifizierte Aktionär, der sich erfolgreich als Partei konstituiert hat, kann gegen Verfügungen der Übernahmekommission und der FINMA Rechtsmittel einlegen.[104] Im Einzelnen muss er dabei wie folgt vorgehen:

- **Beschwerde bei der FINMA**

Gemäss Art. 140 FinfraG können Verfügungen der Übernahmekommission innert fünf Börsentagen nach Erlass bei der FINMA angefochten werden. Die FINMA hat vollumfängliche Kognition bezüglich Sachverhaltsfeststellung, Rechtsfragen und Ermessen, zeigt erfahrungsgemäss aber Zurückhaltung gegenüber Ermessensentscheiden der Übernahmekommission, da jene eine Fachbehörde ist, die über ein eigenes juristisches Sekretariat und hohes Fachwissen verfügt.

Die Beschwerde muss innert fünf Börsentagen eingereicht werden, wobei die FINMA typischerweise einen zweiten Schriftenwechsel durchführt, bei dem die Fristen im Normalfall aber nicht länger sind. Dies führt dazu, dass der Zeitdruck auch beim Verfahren vor der FINMA besteht. Die Beschwerde bei der FINMA hat aufschiebende Wirkung,[105] was erklärt, weshalb das Verfahren sehr rasch durchgeführt wird.

- **Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht**

Verfügungen der FINMA können innert 10 Tagen nach Erlass beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden. Beim Bundesverwaltungsgericht können falsche Rechtsanwendungen und unrichtige Sachverhaltsfeststellungen gerügt werden. Eine unrichtige Ausübung des Ermessens kann nur geltend gemacht werden, wenn der Rahmen des Ermessens überschritten wird oder ein Ermessensmissbrauch vorliegt. Bei der Rechtsanwendung und der Sachverhaltsfeststellung zeigt das Bundesverwaltungsgericht gegenüber Übernahmekommission und FINMA aber eine gewisse Zurückhaltung, da es sich um Behörden mit speziellem Fachwis-

[104] Dazu im Einzelnen HÖHN/LANG/ROELLI, S. 440.

[105] SCHÄRER, S. 97 ff.; BasK-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, N 3 zu Art. 29 BEHG, N 5 zu Art. 33c BEHG; SCHERRER, S. 71.

© Stämpfli Verlag AG Bern

sen handelt.[106] Das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht wird meistens mit einem zweiten Schriftenwechsel durchgeführt, wobei auch in diesem Fall Fristen von 10 Börsentagen zur Anwendung kommen.

Die Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht hat keine aufschiebende Wirkung;[107] damit führt sie auch nicht zu einer Verlängerung bzw. einem Unterbruch des Übernahmeverfahrens.

4.4 Funktioniert das System der 3%-Aktionäre?

Das Konzept, wonach nur qualifizierte Aktionäre, die mindestens 3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft halten, als Parteien auftreten können, basiert auf der Idee, dass solche Aktionäre bei der Vertretung ihrer eigenen Interessen in wirtschaftlicher Betrachtung auch die parallelen Interessen aller anderen Minderheitsaktionäre wahren werden.[108] Problematisch an diesem System ist allerdings, dass Beteiligungen von 3% bei einer grossen Gesellschaft eine sehr hohe Hürde darstellen; weist eine Gesellschaft eine Börsenkapitalisierung von CHF 10 Mia. auf,[109] so erfordert eine derartige Beteiligung einen Einsatz von CHF 300 Mio., ein Betrag, der nur wenige Investoren aufwenden können. De lege ferenda sollte diese Hürde dadurch gesenkt werden, indem alternativ vorgesehen würde, dass Aktionäre, deren Beteiligung einen bestimmten Verkehrswert überschreitet, unabhängig vom Prozentsatz Parteirechte erhalten.[110]

Problematisch ist auch, dass der Anbieter alle Aktionäre, die mehr als 3% halten, vor dem Übernahmeverfahren aufgrund der Meldepflicht gemäss Art. 120 FinfraG identifizieren kann. Damit kann der Anbieter vor einem Angebot die betreffenden Aktionäre kontaktieren und durch gewisse Zugeständnisse auf seine Seite bringen, so dass dann gar keine kritischen Aktionäre mehr übrig bleiben, welche sich als Partei konstituieren könnten.[111] Die bis 2013 gültige Grenze von 2% liess mindestens die Möglichkeit offen, dass ein Aktionär, der zwischen 2% und 3% hielt und

[106] Urteil des Bundesverwaltungsgerichtes vom 30. November 2010 i.S. Quadrant AG (E. 5.1); vgl. auch BGE 133 II 81 E. 5.3.

[107] Art. 141 Abs. 2 Satz 2 FinfraG.

[108] Vgl. dazu vorne Ziff. 4.

[109] Dies trifft immerhin auf 19 kotierte Unternehmen in der Schweiz zu, vgl. http://www.finanzen.net/index/SMI/Marktkapitalisierung (Stand 20.08.2015).

[110] Angemessen wären m.E. CHF 100 Mio.

[111] Vgl. TSCHÄNI, S. 28, mit dem Hinweis, dass Anbieter an Positionen interessiert sein können, deren Inhaber den Übernahmeprozess mit Einsprachen stören könnten.

© Stämpfli Verlag AG Bern

daher nicht bekannt war, Parteirechte beanspruchen konnte,[112] was natürlich bei freundlichen Übernahmen eine präventive Wirkung auf Anbieter hatte. Sie mussten immer damit rechnen, dass ein derartiger Aktionär tatsächlich Parteistellung beansprucht und Einsprachen macht, was einen Anreiz gab, möglichst wenig Angriffsflächen für eine Einsprache offenzulassen.[113]

4.5 Die Stellung der übrigen Aktionäre

Aktionäre, die weniger als 3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, können keine Parteistellung beantragen und sich auch nicht mit anderen Aktionären zusammenschliessen, um die 3% zu erreichen.[114]

Aktionäre, die keine Parteistellung haben, können gemäss Art. 62 UEV nur eine Anzeige an die Übernahmekommission einreichen. Die Übernahmekommission muss eine derartige Anzeige gemäss der anwendbaren Offizialmaxime im Verfahren berücksichtigen.[115] Sie muss aber nicht dazu Stellung nehmen und muss dem betreffenden Aktionär auch nicht mitteilen, ob sie diese Eingabe in irgendeiner Weise berücksichtigt hat. Allerdings sind derartige Anzeigen nicht völlig chancenlos; gelingt es einem Aktionär, Belege zum Sachverhalt vorzulegen, welche zu einer anderen Beurteilung des Angebotes oder des Angebotspreises führen,[116] so kann dies den Entscheid der Übernahmekommission tatsächlich verändern.

---

[112] So beantragte die Sarasin Investmentfonds AG im Verfahren i.S. Quadrant AG Parteistellung und Akteneinsicht zu einem Zeitpunkt, in dem sie eine Beteiligung von 2.18% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hielt, Urteil des Bundesverwaltungsgerichtes vom 30. November 2010 i.S. Quadrant AG (lit. C).

[113] Bei der Anhebung des Schwellenwertes von 2% auf 3% spielten Überlegungen unter anderem der Übernahmekommission mit, dem Anbieter eine bessere Einschätzung von Transaktionsrisiken zu ermöglichen, ohne dass dabei die Nachteile, welche eine frühzeitige Identifikation der qualifizierten Aktionäre für die Minderheitenaktionäre mit sich bringen kann, berücksichtigt wurden, vgl. Stellungnahme der Übernahmekommission vom 27. April 2010 zur Vernehmlassung des EFD betreffend Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Machtmissbrauch), Rz. 10; vgl. auch Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements vom September 2010 über die Vernehmlassungsergebnisse zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Machtmissbrauch), S. 10.

[114] Vgl. dazu vorne Ziff. 4.1.

[115] SCHERRER, S. 95; GERICKE/WIEDMER, N 10 zu Art. 62 UEV; SCHENKER, S. 213.

[116] Z.B. Belege über den Kauf von Aktien zu höheren Preisen durch den Anbieter bzw. eine ihm nahestehende Person während der Laufzeit des Angebotes.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Aktionäre ohne Parteistellung haben aber keinerlei Akteneinsicht und keine Möglichkeit, gegen eine Verfügung Rechtsmittel einzulegen.

5. Schlussfolgerung

Die Analyse der Position der Minderheitsaktionäre in einem Übernahmeverfahren zeigt, dass diese durch die Vorschriften des Übernahmerechts zur Transparenz, zur Gleichbehandlung und zum Ablauf des Angebotsverfahrens gut geschützt sind. Diese Vorschriften werden von der Übernahmekommission, welche die Durchsetzung dieser Schutzvorschriften als eine ihrer Hauptaufgaben betrachtet, durchgesetzt.

Die Schutzwirkung des Verfahrens der Übernahmekommission hat aber bei freundlichen Übernahmen Grenzen, wenn es zur Kollision zwischen Anbieter und Zielgesellschaft kommt, da sich dann oft auch die Ersteller von Fairness Opinion sowie die Prüfgesellschaft hinsichtlich Bewertungsfragen klar hinter diese Koalition stellen und der Übernahmekommission Probleme verborgen bleiben. Um die Kollusionsgefahr bei freundlichen Angeboten einzuschränken, wäre es dringend angezeigt, dass die Übernahmekommission im Rahmen von freundlichen Angeboten bei allen Bewertungen, welche die Prüfstelle machen muss, selbst einen neutralen Experten einsetzt und diesen instruiert. Damit würde die Prüfstelle vom Interessenkonflikt, in dem sie sich als Beauftragte des Anbieters befindet, entlastet und die betreffenden Bewertungen würden objektiviert.[117]

Die Parteirechte, welche die Minderheitsaktionäre im Übernahmeverfahren wahrnehmen können, bieten in Kollusionsfällen nur einen ungenügenden Ausgleich. Einerseits gibt es wenige Aktionäre, die bei Publikumsgesellschaften allein über 3% halten. Überdies können Anbieter und Zielgesellschaft die Aktionäre, die mehr als 3% halten, aufgrund der Meldepflicht von Art. 120 FinfraG vor dem Verfahren identifizieren und auf ihre Seite ziehen, so dass kein Aktionär mehr eine Einsprache macht. De lege ferenda wäre es sachgerecht, den Prozentsatz zu senken. Da bei grösseren Gesellschaften ein sehr hohes Investment notwendig ist, um die

[117] Im Fall SIG Holding AG (UEK-Verfahren 294) hat die Übernahmekommission diesen Weg beschritten; im Fall Quadrant AG (UEK-Verfahren 410) dagegen hat sie dies abgelehnt und die Bewertungen einer von der Anbieterin als Prüfstelle eingesetzten Effektenhändlerin überlassen, was zu einer erratischen Bewertung im Interesse des Anbieters führte.

© Stämpfli Verlag AG Bern

3% zu erreichen, wäre es auch angezeigt, alternativ vorzusehen, dass die Parteistellung zuerkannt werden kann, wenn der Verkehrswert der Beteiligung einen gewissen Mindestbetrag überschreitet.

Der Zeitdruck, dem Aktionäre, die sich als Partei konstituieren wollen, ausgesetzt sind und der Umstand, dass sie gegen die wichtigsten Verfügungen nur Einsprachen machen können, gestaltet die Einflussnahme eines Aktionärs auf das Übernahmeverfahren äusserst schwierig. Die Übernahmekommission könnte Abhilfe schaffen und die Position der Aktionäre wesentlich verbessern, indem sie bei freundlichen Übernahmen vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes keine Verfügungen mehr erlässt, sondern erst am Ende der Karenzfrist eine Verfügung erlässt, bei der dann auch die Stellungnahme von Aktionären berücksichtigt werden kann, die sich als Partei konstituiert haben. Auch bei Ausnahmen von der Angebotspflicht wäre es möglich, zunächst nur den Antrag des betreffenden Aktionärs und die Stellungnahme der Zielgesellschaft zu veröffentlichen und einen Entscheid erst nach Äusserung der qualifizierten Aktionäre zu fällen, die sich als Partei konstituiert haben.

Die Verbesserung der Rechte von Aktionären hätte m.E. in Übernahmeverfahren vor allem auch präventive Wirkung gegenüber der Kollusion von Zielgesellschaft und Anbieter, da diese dann mit einer wirkungsvolleren Intervention von Aktionären rechnen müssten, was dazu führen würde, dass sie gar nicht in Versuchung kommen würden, die Rechte der Aktionäre zu missachten.

© Stämpfli Verlag AG Bern

Literaturverzeichnis

BERNET, ROBERT: Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Bern 1998.

BILEK, EVA: Konkurrierende Übernahmeangebote, Diss., Zürich 2011.

BLAAS, SONJA/BARRAUD, JEROME: Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2008, S. 341.

BÖCKLI, PETER: Schweizer Aktienrecht, Zürich/Basel/Genf 2009.

BOVEY, PASCAL/WASER, PATRICK: Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2010, S. 242.

GABERTHÜEL, TINO: Konkurrenz von Vollangeboten und Teilangeboten, GesKR 1/2012, S. 108.

GERICKE, DIETER/WIEDMER, KARIN: Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Zürich 2011.

GLATTHAAR, MATTHIAS: Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss., Zürich/St. Gallen 2007.

GOTSCHEV, GEORG: Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss., Zürich/Basel/Genf 2005.

HÖHN, JAKOB/LANG, CHRISTOPH G./ROELLI, SEVERIN: Öffentliche Übernahmen, Basel 2011.

HONSELL, HEINRICH/VOGT, NEDIM PETER/WATTER, ROLF (Hrsg.) (BEARBEITER): Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964 OR), Basel 2012.

LÄSER, MATTI/VON DER CRONE, HANS CASPAR: Stellung des Aktionärs im Übernahmeverfahren vor der Übernahmekommission und der Bankenkommission, SZW 2008, S. 364.

LINDER, TATJANA: Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht – unter besonderer Berücksichtigung der Cross Confidentiality, Diss., Zürich 2010.

MARGIOTTA, ADRIANO/CHABLOZ, ISABELLE: Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2005, S. 207.

MEIER-SCHATZ, CHRISTIAN J./GASSER, URS: Analyse der Praxis der Übernahmekommission, in: WEBER, ROLF H. (Hrsg.): Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 198.

NOBEL, PETER: Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, Bern 2010.

ROMERIO, FLAVIO: Öffentliche Übernahmeangebote aus der Sicht des Rechtsberaters, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 43.

ROMERIO, FLAVIO/GERHARD, FRANK: Harwanne – Erster Testfall für die neue Verfahrensordnung im Übernahmerecht, GesKR 3/2009, S. 358.

SCHÄREN, SIMON: Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht – Übersicht über die Rechtslage unter Berücksichtigung der jüngeren Praxis der Übernahmekommission, Der Schweizer Treuhänder 6-7/2008, S. 454.

SCHÄRER, HEINZ: Verfahrensfragen im neuen Übernahmerecht, in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XII, Zürich/Basel/Genf 2010, S. 104.

SCHÄRRER, CLAUDIA/AREGGER, THOMAS: Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2003, S. 150.

© Stämpfli Verlag AG Bern

SCHENKER, URS: Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009.

SCHERRER, STEFAN: Aktionäre der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren, Zürich 2012.

THÉVENOZ, LUC: Commission des OPA et FINMA – La Commission des offres publiques d'acquisition dans la surveillance intégrée des marchés financiers, GesKR 1/2009, S. 35.

THÉVENOZ, LUC/ZWEIFEL, MANUEL: Bewertungsgutachten und Fairness Opinions in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten, in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XIV, Zürich/Basel/Genf 2012, S. 113.

TSCHÄNI, RUDOLF: Grossaktionäre, Verwaltungsräte und Management – ihre Handlungsspielräume in Übernahmesituationen, in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XIV, Zürich/Basel/Genf 2012, S. 28.

TSCHÄNI, RUDOLF/DIEM, HANS-JAKOB/IFFLAND, JACQUES/GABERTHÜEL, TINO: Öffentliche Kaufangebote, Zürich/Basel/Genf 2014.

VON DER CRONE, HANS CASPAR: Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: SCHWEIZERISCHE ÜBERNAHMEKOMMISSION (Hrsg.): Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 1.

WATTER, ROLF: Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP/PJA 2/93, S. 119.

WATTER, ROLF/MAIZAR, KARIM: Konkurrierende Übernahmeangebote, in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, S. 17.

WATTER, ROLF/VOGT, NEDIM PETER (Hrsg.) (BasK-BEARBEITER): Basler Kommentar zum Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz, Zürich 2010.

WEBER, ROLF H.: Orell Füssli Kommentar, Zürich 2013.

ZOBL, DIETER: Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2010.

ZYSSET, PASCAL: Der streitgenossenschaftlich qualifizierte Aktionär im Verfahren vor der UEK, GesKR 1/2015, S. 84.

© Stämpfli Verlag AG Bern

© Stämpfli Verlag AG Bern