

DER ERWERB VON BETEILIGUNGEN AN KOTIERTEN GESELLSCHAFTEN

Die Regeln zur Meldepflicht und zu öffentlichen Übernahmen

Walder Wyss

2014

PD Dr. iur. Urs Schenker

Seefeldstrasse 123
8034 Zürich

Tel. +41 58 658 55 31
Fax +41 58 658 59 59

INHALT

| | | |
|------------|---|-----------|
| I. | ZIEL DER BÖRSENRECHTLICHEN REGELUNG | 10 |
| II. | MELDEPFLICHT BEI ERWERB UND VERÄUSSERUNG VON BETEILIGUNGEN | 12 |
| A. | Anwendungsbereich und Zweck der Meldepflicht..... | 12 |
| 1. | Meldepflicht und Grenzwerte | 12 |
| 2. | Zweck der Meldepflicht..... | 13 |
| 3. | Anwendungsbereich der Regeln über die Meldepflicht | 14 |
| 3.1 | Die betroffene Gesellschaft | 14 |
| 3.2 | Die meldepflichtigen Marktteilnehmer..... | 15 |
| 3.3 | Die Meldepflicht der kotierten Gesellschaft..... | 15 |
| 3.4 | Meldepflicht beim Übernahmeverfahren..... | 15 |
| 4. | Verhältnis zur aktienrechtlichen Offenlegungspflicht..... | 16 |
| B. | Das Objekt der Meldung: Aktien und Derivate..... | 17 |
| 1. | Aktien | 17 |
| 2. | Derivate / Finanzinstrumente..... | 18 |
| 2.1 | Der Begriff des Derivates / Finanzinstrumentes..... | 18 |
| 2.2 | Meldepflicht bei Finanzinstrumenten | 19 |
| 2.3 | Anzahl der zu meldenden Aktien | 23 |
| 2.4 | Schlussfolgerung für die Praxis, kritische Würdigung | 24 |
| 3. | Das Prinzip der Brutto-Meldung / "Erwerbs- und Veräußerungsposition" | 25 |
| 4. | Meldung bei der Ausübung bzw. dem Verfall von Derivaten | 25 |
| 5. | Meldung beim Roll-over von Derivaten..... | 26 |
| C. | Die meldepflichtige Person..... | 27 |
| 1. | Die wirtschaftlich berechtigte Person | 27 |
| 1.1 | Indirektes Halten in Vertragsverhältnissen..... | 28 |
| 1.2 | Banken, Effekthändler und Vermögensverwalter | 28 |
| 1.3 | Nominees | 28 |
| 1.4 | Treuhandverhältnisse | 29 |
| 1.5 | Stiftungen und Trusts..... | 29 |
| 1.6 | Einräumung von Vollmachten und Abtretung vom Stimmrechten | 29 |
| 1.7 | Nutzniessung..... | 30 |
| 1.8 | Pfandrecht | 30 |
| 1.9 | Wertpapierleihe (Securities Lending), Repo-Geschäfte und Sicherungsübereignung..... | 30 |
| 1.10 | Derivate als indirektes Halten von Aktien..... | 30 |
| 2. | Indirektes Halten durch Beherrschung von Gesellschaften und Konzernverhältnissen | 31 |
| 3. | Strukturveränderungen beim indirekten Halten..... | 32 |
| 4. | Kollektive Kapitalanlagen | 32 |
| 4.1 | In der Schweiz zum Vertrieb zugelassene kollektive Kapitalanlagen..... | 32 |
| 4.2 | Ausländische kollektive Kapitalanlagen ohne Vertriebsbewilligung in der Schweiz..... | 34 |
| 4.3 | Meldepflicht des Anlegers bei Beeinflussung des Stimmrechtsverhaltens | 34 |
| D. | Gruppen..... | 36 |
| 1. | Gruppenbildung | 36 |
| 1.1 | Aktionärsbindungsverträge | 36 |
| 1.2 | Bewusste Abstimmung des Stimmrechtsverhaltens | 37 |
| 1.3 | Vereinbarungen über den gemeinsamen Kauf oder Verkauf von Aktien..... | 38 |

| | | |
|-------------|--|-----------|
| 1.4 | Erbengemeinschaften, Familienbesitz | 39 |
| 1.5 | Konzernverhältnisse | 40 |
| 1.6 | Banken, Vermögensverwalter und Kunden | 40 |
| 1.7 | Berater und Mitarbeiter | 40 |
| 2. | Meldepflicht der Gruppe | 41 |
| 3. | Auslösung der Meldepflicht bei Gruppen | 41 |
| 3.1 | Bildung einer Gruppe | 41 |
| 3.2 | Änderungen in der Zusammensetzung der Gruppe | 41 |
| 3.3 | Änderung der vertraglichen Vereinbarung | 42 |
| E. | Die Auslösung der Meldepflicht | 43 |
| 1. | Direkter und indirekter Erwerb | 43 |
| 2. | Das massgebende Erwerbsgeschäft | 44 |
| 3. | Die Ausübung und der Verfall von Derivaten | 45 |
| 4. | Überschreiten der Grenzwerte durch Veränderungen in der Kapitalstruktur | 45 |
| F. | Ausnahmen von der Meldepflicht | 46 |
| 1. | Tagesgeschäfte | 46 |
| 2. | Ausnahmen für Banken und Effekthändler | 47 |
| 2.1 | Handelsbestände | 47 |
| 2.2 | Securities Lending und Sicherungsgeschäfte | 47 |
| 2.3 | Abwicklungstransaktionen | 48 |
| 2.4 | Gesamtgrenze von 10% / keine Absicht zur Stimmrechtsausübung | 48 |
| 3. | Die Gewährung von Ausnahmen und Erleichterungen durch die Offenlegungsstelle | 48 |
| 3.1 | Gründe für Ausnahmen | 49 |
| 3.2 | Gesuch an die Offenlegungsstelle | 54 |
| G. | Inhalt der Meldung, Verfahren und Sanktionen | 55 |
| 1. | Offenlegungsstelle | 55 |
| 2. | Verfahren | 56 |
| 3. | Vorabentscheide | 57 |
| 4. | Inhalt der Meldung | 57 |
| 4.1 | Die Meldung | 57 |
| 4.2 | Meldung nach "Bruttoprinzip" | 58 |
| 4.3 | Meldung aufgrund von Veränderung bereits gemeldeter Tatsachen | 59 |
| 5. | Meldefrist und Veröffentlichung | 60 |
| 6. | Sanktionen | 60 |
| 6.1 | Busse | 61 |
| 6.2 | Suspendierung von Stimmrechten | 62 |
| III. | ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEANGEBOTE | 63 |
| A. | Anwendungsbereich der Schweizerischen Übernahmeregeln | 63 |
| 1. | Die dem Übernahmerecht unterstellten Zielgesellschaften | 63 |
| 1.1 | Schweizerische Gesellschaften, die in der Schweiz kotiert sind | 63 |
| 1.2 | Ausländische Gesellschaften mit Hauptkotierung an einer Schweizer Börse | 64 |
| 1.3 | Regelungskonflikte bei der gleichzeitigen Anwendung von schweizerischen und ausländischen Übernahmeregeln | 64 |
| 1.4 | Anwendung der Übernahmeregeln auf nicht kotierte Gesellschaften: | 65 |
| 1.5 | Öffentliche Angebote für Beteiligungspapiere | 67 |
| 1.6 | Anwendung der Übernahmeregeln auf den Erwerb eigener Aktien durch eine kotierte Gesellschaft | 67 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| 1.7 | Anwendung der Übernahmeregeln auf Umstrukturierungen durch Aktientausch | 68 |
| 1.8 | Ausschluss gesellschaftsrechtlicher Fusionen | 68 |
| 1.9 | Statutarischer Ausschluss der Regeln über Pflichtangebote – opting-out | 69 |
| B. | Ausgestaltung des öffentlichen Angebotes..... | 70 |
| 1. | Umfang des Angebots..... | 71 |
| 1.1 | Teilangebote | 71 |
| 1.2 | Angebote für einzelne Kategorien von Beteiligungspapieren | 71 |
| 1.3 | Keine Bezugnahme des Angebots auf Finanzinstrumente | 72 |
| 1.4 | Sales Restrictions | 72 |
| 2. | Angebotspreis | 73 |
| 2.1 | Höhe des Angebotspreises | 73 |
| 2.2 | Bestimmbarkeit des Angebotspreises | 73 |
| 2.3 | Gleichbehandlungsprinzip | 74 |
| 2.4 | Gleichbehandlung bei verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren | 76 |
| 2.5 | Prüfung der Gleichbehandlung durch die Prüfstelle..... | 77 |
| 2.6 | Preisregeln für Kontrollwechselangebote..... | 77 |
| 3. | Tauschangebote | 79 |
| 3.1 | Zulässigkeit von Tauschangeboten..... | 79 |
| 3.2 | Angaben über die zum Tausch angebotenen Titel..... | 79 |
| 3.3 | Transaktionen in den zum Umtausch angebotenen Effekten | 82 |
| 4. | Bedingte Angebote | 82 |
| 4.1 | Zulässige Bedingungen..... | 82 |
| 4.2 | Unzulässige Bedingungen | 90 |
| 4.3 | Zeitpunkt der Erfüllung von Bedingungen | 91 |
| 4.4 | Feststellung des Eintrittes der Bedingungen..... | 92 |
| 5. | Finanzierung des Angebots..... | 92 |
| C. | Angebotsprospekt, Voranmeldung und Angebotsprovokation..... | 94 |
| 1. | Inhalt des Angebotsprospekts | 95 |
| 1.1 | Angaben über den Anbieter | 95 |
| 1.2 | Angaben über Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln | 95 |
| 1.3 | Aktienbesitz des Anbieters | 97 |
| 1.4 | Gegenstand und Preis des Angebots..... | 98 |
| 1.5 | Angaben über die Finanzierung des Angebots | 98 |
| 1.6 | Angaben über die Zielgesellschaft..... | 99 |
| 1.7 | Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten..... | 101 |
| 2. | Prüfung des Angebotsprospekts | 102 |
| 2.1 | Prüfung des Angebotsprospektes durch die Prüfstelle | 102 |
| 2.2 | Prüfung des Angebotsprospektes durch die Übernahmekommission | 102 |
| 3. | Publikation des Angebotsprospektes | 102 |
| 4. | Änderungen des Angebots | 103 |
| 5. | Voranmeldung | 104 |
| 5.1 | Formelle Voranmeldung eines Angebotes..... | 104 |
| 5.2 | Informelle Ankündigung eines Angebotes | 106 |
| 6. | Provokation eines Angebotes | 107 |
| D. | Verfahren, Verfahrensrechte und Rolle der Prüfstelle..... | 108 |
| 1. | Parteien des Verfahrens | 108 |
| 1.1 | Anbieter und Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln..... | 109 |
| 1.2 | Zielgesellschaft | 110 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| 1.3 | Aktionäre der Zielgesellschaft | 110 |
| 2. | Verfahren vor der Übernahmekommission | 111 |
| 2.1 | Abschluss des Verfahrens durch Verfügung | 111 |
| 2.2 | Verfahrensgrundsätze | 112 |
| 3. | Rechtsmittelverfahren | 113 |
| 4. | Die Rolle der Prüfstelle im Verfahren | 114 |
| 4.1 | Sachverhaltsabklärung durch die Prüfstelle: Verlängerter Arm der Übernahmekommission | 114 |
| 4.2 | Bestimmung der Prüfstelle | 115 |
| 4.3 | Prüfung des Angebotsprospektes durch die Prüfstelle | 115 |
| 4.4 | Prüfungshandlungen nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes | 117 |
| E. | Pflichten der Zielgesellschaft | 119 |
| 1. | Stellungnahme des Verwaltungsrates | 119 |
| 1.1 | Inhalt des Berichtes | 119 |
| 1.2 | Empfehlung des Verwaltungsrates | 123 |
| 1.3 | Gutachten Dritter und Fairness Opinion | 124 |
| 1.4 | Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates | 126 |
| 1.5 | Zusatzbericht bei Änderungen des Angebots | 126 |
| 2. | Beschränkung der Abwehrmassnahmen | 127 |
| 2.1 | Anzeigepflicht | 127 |
| 2.2 | Unzulässige Abwehrmassnahmen | 127 |
| 3. | Gleichbehandlung konkurrierender Angebote | 130 |
| F. | Zeitlicher Ablauf und Fristen des Angebotes, Kraftloserklärung | 133 |
| 1. | Karenzfrist | 133 |
| 2. | Annahmefrist | 134 |
| 3. | Meldung von Transaktionen während der Laufzeit des Angebots | 134 |
| 4. | Bekanntgabe des Zwischenergebnisses | 135 |
| 5. | Nachfrist | 136 |
| 6. | Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses | 136 |
| 7. | Abwicklung des Angebots | 136 |
| 8. | Kraftloserklärung der restlichen Aktien | 136 |
| 8.1 | Voraussetzungen für die Kraftloserklärung | 136 |
| 8.2 | Verfahren | 137 |
| 8.3 | Kraftloserklärung | 137 |
| G. | Konkurrierende Angebote | 139 |
| 1. | Konkurrenzangebot | 139 |
| 2. | Gleichbehandlung der Anbieter durch die Zielgesellschaft | 140 |
| 3. | Fristenlauf bei konkurrierenden Angeboten | 141 |
| 4. | Widerruf von Annahmeerklärungen | 142 |
| 5. | Änderung von Angeboten | 142 |
| 6. | Lock-up-Vereinbarungen zur Abwehr konkurrierender Angebote | 142 |
| 6.1 | Vereinbarungen von Break-up Fees | 143 |
| 6.2 | Crown Jewel Options | 144 |
| H. | Kauf eigener Aktien | 145 |
| 1. | Gründe für Rückkaufangebote | 145 |
| 2. | Methoden zum Rückkauf von Aktien | 146 |
| 2.1 | Rückkauf über eine zweite Handelslinie | 146 |
| 2.2 | Rückkauf über die erste Handelslinie | 147 |
| 2.3 | Rückkauf über Put-Optionen | 147 |
| 2.4 | Öffentliches Angebot mit Festpreis | 147 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| 2.5 | Kombinationen | 147 |
| 3. | Rückkaufprogramm und Gleichbehandlung der Aktionäre..... | 147 |
| 4. | Unterstellung von Rückkaufangeboten unter die Regeln über öffentliche Angebote..... | 148 |
| 5. | Ausnahmen von der Unterstellung | 148 |
| 5.1 | Freistellung durch Meldeverfahren..... | 149 |
| 5.2 | Freistellung durch Einzelbewilligung..... | 152 |
| 6. | Anwendung der Vorschriften über öffentliche Übernahmen | 152 |
| 7. | Umtauschangebote..... | 153 |
| I. | Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes | 154 |
| 1. | Entstehung der Angebotspflicht | 155 |
| 1.1 | Überschreitung des Grenzwertes durch Erwerb der Mehrheit der Stimmrechte | 155 |
| 1.2 | Überschreitung des Grenzwertes durch Veränderung der Zahl der Stimmrechte | 157 |
| 1.3 | Überschreitung des Grenzwertes durch Gruppenbildung..... | 157 |
| 1.4 | Erhöhung der Beteiligung nach einem öffentlichen Angebot | 158 |
| 2. | Stellungnahme der Übernahmekommission zum Bestand einer Angebotspflicht | 159 |
| 3. | Ausnahmen von der Angebotspflicht | 159 |
| 3.1 | Gesetzliche Ausnahmen..... | 159 |
| 3.2 | Ausnahme aus wichtigen Gründen | 161 |
| 4. | Gegenstand, Preis und Bedingung des Angebots | 168 |
| 4.1 | Gegenstand des Pflichtangebotes..... | 168 |
| 4.2 | Angebotspreis | 168 |
| 4.3 | Ausschluss von reinen Tauschangeboten | 171 |
| 4.4 | Bedingungen | 171 |
| 5. | Opting-out..... | 173 |
| 6. | Opting-up..... | 174 |
| 7. | Übergangsbestimmungen | 175 |
| J. | Abwehr von Übernahmeversuchen..... | 176 |
| 1. | Aktienrechtliche Abwehrmassnahmen | 177 |
| 1.1 | Beschränkung der Stimmrechte | 177 |
| 1.2 | Übertragungsbeschränkungen (Vinkulierung)..... | 178 |
| 1.3 | Mehrheitserfordernisse für die Abwahl von Verwaltungsratsmitgliedern | 179 |
| 1.4 | Stimmrechtsaktien / Partizipationsscheine | 179 |
| 1.5 | Absicherung des statutarischen Abwehrdispositivs..... | 180 |
| 2. | Weitere Abwehrmassnahmen | 180 |
| 2.1 | Platzierung von Aktien in "sicheren Händen" / harter Aktionärskern..... | 181 |
| 2.2 | Verkauf attraktiver Aktiven | 181 |
| 3. | Hoher Aktienkurs als bestes Verteidigungsmittel | 182 |
| 4. | Stellung des Verwaltungsrates bei der Abwehr von Übernahmeversuchen | 182 |
| 4.1 | Reaktion des Verwaltungsrates bei Kontaktnahme durch einen Anbieter | 182 |
| 4.2 | Unternehmensinteresse als Richtschnur für den Entscheid des Verwaltungsrates | 183 |
| 4.3 | Haftungsrisiko des Verwaltungsrates | 185 |
| K. | Die Position des Managements in der Übernahmesituation | 187 |
| 1. | Die Gefährdung und Interessenkonflikte des Managements | 188 |
| 1.1 | Das Management ist bei einer Übernahme immer akut gefährdet: | 188 |
| 1.2 | Interessenkonflikte des Managements | 188 |

| | | |
|------------|--|------------|
| 2. | Handlungsalternativen für den Verwaltungsrat | 189 |
| 2.1 | Unzulässige Incentives | 189 |
| 2.2 | Zulässige Massnahmen | 189 |
| 3. | Beizug von Beratern als Alternative für den Verwaltungsrat..... | 191 |
| L. | Transaktionsvereinbarung zur Einleitung einer "freundlichen Übernahme" | 192 |
| 1. | Inhalt der Transaktionsvereinbarung | 193 |
| 1.1 | Beschreibung der Transaktion und Eckdaten des Angebots..... | 193 |
| 1.2 | Realisierungsschritte und Zeitplan | 193 |
| 1.3 | Anordnungen über die Due Diligence | 193 |
| 1.4 | Bestimmungen über Organisationsstruktur, Tätigkeit und Ausrichtung der Zielgesellschaft nach der Übernahme..... | 194 |
| 1.5 | Bestimmungen über den Verwaltungsrat..... | 194 |
| 1.6 | Bestimmungen über die Managementstruktur und die Weiterbeschäftigung von Arbeitnehmern | 195 |
| 1.7 | Bestimmungen über Bonuszahlungen und Salär der Geschäftsleitung | 195 |
| 1.8 | Verhalten bei Konkurrenzangeboten | 195 |
| 1.9 | Break-up Fees / Transaktionskosten..... | 196 |
| 1.10 | Geheimhaltung..... | 197 |
| 1.11 | Kommunikation | 197 |
| 2. | Verbindlichkeit von Transaktionsvereinbarungen..... | 198 |
| IV. | STEUERFRAGEN BEI ÖFFENTLICHEN ÜBERNAHMEANGEBOTEN | 199 |
| A. | Transaktionsstrukturen und Aktionärskategorien | 199 |
| 1. | Transaktionsstrukturen | 199 |
| 1.1 | Barangebot..... | 199 |
| 1.2 | Tauschangebot | 200 |
| 1.3 | Rückkauf eigener Aktien | 200 |
| 1.4 | Ausschüttung der Zielgesellschaft im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten | 201 |
| 2. | Aktionärskategorien..... | 201 |
| 3. | Steuerbefreite institutionelle Investoren mit Sitz in der Schweiz..... | 201 |
| B. | Einkommens- und Gewinnsteuern..... | 202 |
| 1. | Barofferten..... | 203 |
| 1.1 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen | 203 |
| 1.2 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen..... | 205 |
| 1.3 | Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz | 205 |
| 1.4 | Ausländische Aktionäre..... | 207 |
| 2. | Tauschangebote | 208 |
| 2.1 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen | 208 |
| 2.2 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen..... | 208 |
| 2.3 | Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz | 209 |
| 2.4 | Ausländische Aktionäre..... | 209 |
| 3. | Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft | 210 |
| 3.1 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen | 210 |
| 3.2 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen..... | 211 |
| 3.3 | Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz | 211 |
| 3.4 | Ausländische Aktionäre..... | 212 |
| 4. | Wechselbeziehung zwischen Transaktionsstruktur und Aktionärskategorien.. | 212 |

| | | |
|-----------|--|------------|
| C. | Verrechnungssteuern bei öffentlichen Angeboten..... | 214 |
| 1. | Bar- und Tauschangebote | 214 |
| 2. | Rückkauf durch die Gesellschaft | 215 |
| 2.1 | Erhebung der Verrechnungssteuer..... | 215 |
| 2.2 | Rückforderung der Verrechnungssteuer | 216 |
| D. | Stempelsteuern | 218 |
| 1. | Umsatzabgabe | 218 |
| 1.1 | Barangebote | 218 |
| 1.2 | Tauschangebote | 219 |
| 1.3 | Rückkauf eigener Aktien | 219 |
| 2. | Emissionsabgabe..... | 219 |
| 2.1 | Barangebote | 220 |
| 2.2 | Tauschangebote | 220 |
| E. | Die steuerliche Behandlung der Fusion | 221 |
| 1. | Einkommens- und Gewinnsteuern bei den Aktionären | 222 |
| 1.1 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen | 222 |
| 1.2 | Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen | 223 |
| 1.3 | Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz | 223 |
| 2. | Verrechnungssteuer | 224 |
| 3. | Umsatzabgabe..... | 225 |
| 4. | Emissionsabgabe..... | 225 |
| V. | DIENSTLEISTUNG VON WALDER WYSS..... | 226 |

Abkürzungen:

| | |
|-------------------|--|
| BankV | Verordnung über die Banken und Sparkassen |
| BEHG | Börsengesetz |
| BEHV | Verordnung über den Börsen- und Effektenhandel |
| BEHV-FINMA | Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel |
| BX | Berne eXchange |
| DBG | Bundesgesetz über die direkten Bundessteuern |
| EBK | Eidgenössische Bankenkommission (seit 1.1.2009 in der FINMA aufgegangen) |
| FINMA | Eidgenössische Finanzmarktaufsicht |
| KAG | Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen |
| KR | Kotierungsreglement der SIX |
| OR | Obligationenrecht |
| OS | Offenlegungsstelle |
| SIX | SIX Swiss Exchange |
| SLI | Swiss Leader Index [ein Index der SIX] |
| StG | Stempelsteuergesetz |
| StHG | Steuerharmonisierungsgesetz |
| UEK | Übernahmekommission |
| UEV | Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote |
| VegüV | Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften |
| VStG | Verrechnungssteuergesetz |
| VwVG | Verwaltungsverfahrensgesetz |
| ZGB | Zivilgesetzbuch |

I. ZIEL DER BÖRSENRECHTLICHEN REGELUNG

- Die börsenrechtliche Regelung des Beteiligungserwerbs bei kotierten Gesellschaften, d. h. die Meldepflicht und die Regelung der Übernahmen, verfolgt das Ziel, die Transparenz und Gleichbehandlung der Anleger und das Funktionieren des Marktes sicherzustellen.
- Diese Prinzipien und vor allem das Grundziel des Anlegerschutzes bilden wesentliche Elemente der Auslegung des Gesetzes durch die Übernahmekommission und die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht. Dies kann zum Teil zur Auslegung entgegen dem Wortlaut des Gesetzes führen.

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

- Der Erwerb von Beteiligungen, die mehr als 3% der Stimmrechte in sich vereinigen, muss dem betreffenden Unternehmen und dem Publikum bekannt gegeben werden. Diese Meldepflicht wird in Abschnitt II. dieser Broschüre behandelt.
- Das Börsengesetz legt Form, Inhalt und Ablauf öffentlicher Kaufangebote, mit denen ein Käufer ("Anbieter") Aktien einer kotierten Gesellschaft ("Zielgesellschaft") übernehmen will, fest. Diese Regelung öffentlicher Übernahmeangebote wird in Abschnitt III. dieser Broschüre behandelt, wobei die steuerlichen Konsequenzen in Abschnitt IV. dargestellt werden.

Das Ziel der börsenrechtlichen Regelung bei einem Beteiligungserwerb und Übernahmen ergibt sich aus Art. 1 BEHG, dem Zweckartikel des Börsengesetzes. Dieser sieht vor, dass einerseits die Anleger geschützt werden sollen, andererseits aber auch die Funktionsfähigkeit des Marktes selbst Schutzobjekt der börsenrechtlichen Regelung ist. Zwischen diesen beiden Zielen besteht im Ergebnis ein enger Zusammenhang, da ein funktionierender Markt, bei dem die Preise sämtliche vorhandenen Informationen reflektieren, für die Anleger der beste Schutz ist; wenn der Markt funktioniert und – nach der Theorie des effizienten Marktes – sämtliche verfügbaren Informationen im Kurs reflektiert werden, so kauft bzw. verkauft auch der Anleger, der selbst keine Informationen verarbeitet, zum richtigen Kurs.

Die Zielsetzung der börsenrechtlichen Regelung und insbesondere die Grundsätze des Anlegerschutzes, der Transparenz und der Gleichbehandlung sind Elemente, die in der Auslegung des Gesetzes durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht und die Übernahmekommission eine sehr grosse Rolle spielen.

len. Sie können auch dazu führen, dass im Sinne dieser Ziele eine Auslegung "*praeter legem*", d. h. entgegen dem Buchstaben des Gesetzes, erfolgt¹.

Leitgedanke der börsenrechtlichen Regelung von Beteiligungserwerb und Übernahmen ist nicht, den Beteiligungserwerb bei kotierten Gesellschaften einzuschränken, sondern für alle Marktteilnehmer Transparenz und faire Bedingungen zu schaffen. Durch die Meldepflicht soll der Erwerb grösserer Beteiligungen dem Publikum und der betroffenen Gesellschaft offengelegt werden, damit die Anleger und auch die Gesellschaft ihr Verhalten den neuen Mehrheitsverhältnissen anpassen können. Bei öffentlichen Angeboten dagegen soll sichergestellt werden, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft gleich behandelt werden und dass sie alle Informationen erhalten, die zur Beurteilung des Angebotes notwendig sind. Ebenso wichtig ist, dass das Angebot in einem Verfahren abläuft, das den Aktionären einen rationalen Entscheid ermöglicht.

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

II. MELDEPFLICHT BEI ERWERB UND VERÄUSSERUNG VON BETEILIGUNGEN

A. ANWENDUNGSBEREICH UND ZWECK DER MELDEPFLICHT

- *Die Meldepflicht wird ausgelöst, wenn die Beteiligung einer Person durch eine Transaktion oder ein Ereignis, das die prozentuale Beteiligung anderweitig verändert, den Grenzwert von 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33 1/3%, 50% oder 66 2/3% der Stimmrechte über- oder unterschreitet.*
- *Zweck dieser Meldepflicht ist es, bei kotierten Gesellschaften Transparenz über Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnisse sicherzustellen.*
- *Die Meldepflicht gilt für Schweizer Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz kotiert sind, sowie für ausländische Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind.*
- *Meldepflichtig ist jede Person, die Beteiligungspapiere einer der oben erwähnten Gesellschaften hält. Die Meldepflicht gilt unabhängig davon, ob die betreffende Person in oder ausserhalb der Schweiz ansässig ist.*
- *Die Meldepflicht gilt nicht nur für Dritte, sondern auch für die Gesellschaft selbst, d. h. die Gesellschaft muss auch Veränderungen am eigenen Aktienbesitz melden, sofern dabei die im Gesetz festgehaltenen Grenzwerte überschritten werden.*

1. Meldepflicht und Grenzwerte

Gemäss Art. 20 BEHG ist eine Person, deren Aktienbesitz aufgrund des Erwerbs von Aktien und meldepflichtigen Derivaten den Grenzwert von 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33 1/3%, 50% oder 66 2/3% der Stimmrechte erreicht oder überschreitet, dazu verpflichtet, diese Tatsache der Gesellschaft und der Börse, an der die betreffenden Aktien kotiert sind, zu melden. Das Gleiche gilt auch, wenn der Besitz der Aktien und meldepflichtigen Derivate einer Person über dem Grenzwert liegt, aber durch eine Veräusserung von Aktien bzw. Derivaten unter diesen Grenzwert fällt². Wie in Ziff. II.E.4. im Einzelnen zu zeigen ist, kann es allerdings auch zu einer Grenzwertüber- bzw. -unterschreitung kommen, wenn sich durch eine gesellschaftsrechtliche Transaktion (z.B. Kapitalerhöhung, Umwandlung von Partizipationsscheinen, Kapitalherabsetzung) die Gesamtzahl der Stimmrechte ändert, da dies auch ohne Veräusserung oder

² Art. 9 Abs. 4 lit. a und b BEHV-FINMA sehen vor, dass ein Absinken auf den bereits gemeldeten Grenzwert keine neue Meldepflicht auslöst. Diese wird nur ausgelöst, wenn der früher gemeldete Grenzwert unterschritten wird.

Erwerb von Aktien durch die betreffenden Personen zu einer Änderung des Anteils der einzelnen Aktionäre führt.

Massgebend für die Berechnung dieser Grenzwerte ist nach Art. 12 Abs. 2 BEHV-FINMA jeweils die Gesamtzahl der gemäss Handelsregistereintrag stimmberechtigten Aktien, wobei es sowohl für die Gesamtzahl wie auch für die Zahl der erworbenen Aktien irrelevant ist, ob das Stimmrecht ausgeübt werden kann. Damit zählen einerseits zur meldepflichtigen Beteiligung des betreffenden Aktionärs auch Aktien, für die er aufgrund von Vinkulierungsbestimmungen oder Stimmrechtsbeschränkungen nicht stimmberechtigt ist. Andererseits werden bei der Berechnung der gesamthaft existierenden Stimmrechte aber auch alle Aktien berücksichtigt, welche die Gesellschaft selbst direkt oder indirekt hält und deren Stimmrechte deshalb gemäss Art. 659a OR ruhen.

2. Zweck der Meldepflicht

Die Meldepflicht dient bei kotierten Gesellschaften dazu, in Bezug auf die Beherrschung transparente Verhältnisse zu schaffen³:

- Einerseits sollen alle Aktionäre über Beteiligungsverhältnisse und allfällige Verschiebungen grösserer Beteiligungen an kotierten Gesellschaften gleiche Informationen haben.
- Andererseits soll verhindert werden, dass ein Aktionär eine Gesellschaft "heimlich" erwirbt, indem er eine Mehrheitsposition langsam aufbaut⁴.

Diese Ziele setzen natürlich voraus, dass die Meldungen, die gemäss den börsenrechtlichen Vorschriften über Änderungen an den Beteiligungsverhältnissen gemacht werden müssen, die Anleger auch tatsächlich erreichen. Dies wird dadurch sichergestellt, dass diese Meldungen jeweils auf der elektronischen Veröffentlichungsplattform der Börse bzw. in einem elektronischen Medium, das bei Marktteilnehmern verbreitet ist, sowie im Schweizerischen Handelsamtsblatt veröffentlicht werden müssen⁵. Überdies hat die SIX aber auch eine öffentlich zugängliche Datenbank⁶ eingerichtet, die sämtliche gemeldeten Beteiligungen wiedergibt und die von den Anlegern vor Kaufs- bzw. Verkaufsentscheiden jederzeit konsultiert werden kann⁷.

³ Vgl. Art. 1 BEHG; SWX Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 7; BGE 2A.174/2001 vom 4. Dezember 2001; vgl. Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX.

⁴ Dies wäre insbesondere bei Gesellschaften möglich, bei denen aufgrund eines Opting-out die Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebotes ausgeschlossen wird (vgl. dazu Ziff. III.1.5. unten).

⁵ Vgl. dazu unten Ziff. II.G.5.

⁶ Vgl. Homepage der SIX: www.swissexchange.com.

⁷ Da in dieser Datenbank alle historischen Meldungen aufgeführt werden, hat diese Datenbank allerdings heute einen Umfang erreicht, der das Aufführen der relevanten Meldungen mindestens für Laien schwierig macht; die OLS der SIX sucht deshalb nach Vereinfachungen oder Verknüpfungen.

Auch wenn mit diesen Publizitätsvorschriften letztlich nicht sichergestellt werden kann, dass jeder Anleger vor seinem Anlageentscheid tatsächlich über die Beteiligungsverhältnisse an der betreffenden Gesellschaft informiert ist, wird das Ziel einer effizienten Preisbildung im Markt erreicht, wenn nur schon die professionellen Marktteilnehmer diese Informationen verwenden und entsprechend in der Kursbildung verarbeiten⁸. Wenn sich auf diese Weise am Markt Preise bilden, die den verfügbaren Informationsstand widerspiegeln, sind letztlich auch die Anleger geschützt, die die betreffenden Informationen gar nicht zur Kenntnis nehmen, da sie automatisch zum "richtigen" Preis kaufen, d. h. zu einem Preis, der alle verfügbaren Informationen reflektiert. Dieser Mechanismus zeigt letztlich auch, dass der Schutz des individuellen Anlegers und der Schutz des funktionierenden Marktes ineinander greifen; funktioniert der Markt in effizienter Weise, so wird der Anleger im Sinne einer Reflexwirkung ebenfalls geschützt.

3. Anwendungsbereich der Regeln über die Meldepflicht

3.1 Die betroffene Gesellschaft

Gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG sind die Regeln über die Meldepflicht auf folgende Gesellschaften anwendbar:

– **Schweizer Gesellschaften, die in der Schweiz kotiert sind**

Die Meldepflicht kommt bei Gesellschaften zur Anwendung, deren statutarischer Sitz sich in der Schweiz befindet und deren Beteiligungsrechte an einer Schweizer Börse kotiert sind. Nicht der Meldepflicht unterliegen daher Schweizer Unternehmen, die ihre Beteiligungsrechte an einer ausländischen Börse kotiert haben sowie Unternehmen, die nur Obligationen an einer Schweizer Börse kotiert sind. Als Schweizer Börse gelten die SIX Swiss Exchange und die BX Berne eXchange. Der Handel auf einer ausserbörslichen Plattform bzw. im ausserbörslichen, informellen Telefonhandel führt dagegen nicht zur Unterstellung unter die Meldepflicht.

– **Ausländische Gesellschaften mit Hauptkotierung in der Schweiz**

Gesellschaften, die ihren statutarischen Sitz ausserhalb der Schweiz haben, sind dann den Meldepflichten unterstellt, wenn sie Beteiligungspapiere an einer Schweizer Börse kotiert haben und dies ihre Hauptkotierung ist. Der Begriff der Hauptkotierung wird in Art. 53b BEHV definiert. Als hauptkotiert gelten dementsprechend Gesellschaften, die aufgrund ihrer Kotierung an einer Börse in der Schweiz die gleichen Verpflichtungen zu erfüllen ha-

funfen, so dass nur noch aktuelle Meldungen angezeigt werden. Vgl. dazu Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 1.1.2.

⁸ Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass es für das effiziente Funktionieren eines Marktes genügt, wenn etwa zehn Prozent der im Markt tätigen Anleger über die entsprechenden Informationen verfügen.

ben wie Gesellschaften in der Schweiz⁹. Dementsprechend sind ausländische Gesellschaften in der Schweiz hauptkотиert, wenn sie an keiner ausländischen Börse kотиert sind oder die Kотиierung an der schweizerischen Börse vor der Kотиierung im Ausland erfolgte. Die SIX veröffentlicht eine Liste der hauptkотиerten Gesellschaften¹⁰, so dass Anlegern wie auch Gesellschaften klar ist, welche der an der SIX kотиerten ausländischen Gesellschaften in der Schweiz hauptkотиert sind¹¹.

3.2 Die meldepflichtigen Marktteilnehmer

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 oben erwähnten Grenzwerte erreicht, über- oder unterschreitet. Der Wohnsitz bzw. Sitz der betreffenden Person ist irrelevant. Die Vorschriften über die Meldepflicht, einschliesslich der Sanktionen für die Verletzung der Meldepflicht¹², kommen auch dann zur Anwendung, wenn die Person, welche die betreffenden Beteiligungspapiere hält, im Ausland ansässig ist¹³.

3.3 Die Meldepflicht der kотиerten Gesellschaft

Die Vorschriften über die Meldepflicht kommen nicht nur bei Drittpersonen, die Beteiligungsrechte an einer Gesellschaft halten, zur Anwendung. Auch die Gesellschaft selbst unterliegt gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 2 BEHV-FINMA der Meldepflicht, wenn ihr eigener Bestand an Aktien und meldepflichtigen Derivaten einen Grenzwert überschreitet. Dasselbe gilt, wenn eine Gesellschaft ihren Bestand an eigenen Aktien so reduziert, dass ein Grenzwert neu unterschritten wird.

3.4 Meldepflicht beim Übernahmeverfahren

Gemäss Art. 19 BEHV-FINMA gelten während des Übernahmeverfahrens für den Anbieter sowie für die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen die Meldepflichten gemäss Übernahmeverordnung¹⁴. Während dem Übernahmeverfahren müssen diese Personen daher keine Meldungen im Sinne

⁹ Vgl. Verfügung 547/01 der UEK vom 23. September 2013 i.S. International Minerals Corporation (E. 1).

¹⁰ http://www.six-exchange-regulation.com/obligations/disclosure/foreign_companies_de.html; vgl. dazu Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 1.2.1.

¹¹ Zurzeit handelt es sich um: AMS, Cosmo Pharmaceuticals, Eastern Property Holdings, Formulafirst, Gottex Fund Management Holdings, Liechtensteinische Landesbank, Newron Pharmaceuticals, SHL Telemedicine, Verwaltungs- und Privatbank; vgl. Verfügung 547/01 der UEK vom 23. September 2013 i.S. International Minerals Corporation (E. 1).

¹² Vgl. dazu Ziff. II.G.6. unten. Eine Bestrafung ist allerdings gemäss Art. 7 StGB dann nicht möglich, wenn die betreffende Person im Zeitpunkt, in dem sich die Meldepflicht in die Tatsache verwirklichte, im Ausland ansässig war, und die gesamte Tathandlung im Ausland stattfand. In diesen Fällen ist gemäss Art. 7 StGB die Strafbarkeit nur gegeben, wenn eine Verletzung der Meldepflicht auch nach den Vorschriften des betreffenden Staates strafbar ist.

¹³ Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 15.

¹⁴ Dazu im Einzelnen Ziff. III.F.3. hinten.

von Art. 20 BEHG machen. Diese Ausnahme ist gerechtfertigt, da die betreffenden Personen alle Käufe und Verkäufe täglich melden müssen und diese Meldungen gemäss Art. 43 UEV laufend auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht werden¹⁵.

Für alle anderen Personen, die nicht einer Meldepflicht gemäss Art. 38 ff. UEV unterstehen, gelten aber auch während des Übernahmeverfahrens die normalen Meldepflichten gemäss Art. 20 BEHG.

Ist das Übernahmeverfahren abgeschlossen, so müssen die Personen, welche der Meldepflicht gemäss Art. 38 ff. UEV unterstanden und deshalb während der Dauer des Übernahmeverfahrens keine Meldungen im Sinne von Art. 20 BEHG gemacht haben, ihre Positionen neu melden, die dann wie eine Erstmeldung neu veröffentlicht werden. Von diesem Zeitpunkt an gelten für diese Personen dann auch wieder die normalen Meldepflichten.

4. Verhältnis zur aktienrechtlichen Offenlegungspflicht

Gemäss Art. 663c OR sind schweizerische Gesellschaften, deren Aktien an einer Börse kotiert sind, verpflichtet, ihnen bekannte Beteiligungen, die 5% der Stimmrechte überschreiten¹⁶, im Anhang zur Bilanz zu veröffentlichen. Diese Pflicht existiert unabhängig von der börsenrechtlichen Meldepflicht. Dementsprechend müssen kotierte Gesellschaften die im Verlauf des Jahres aufgrund der börsenrechtlichen Meldepflicht veröffentlichten Beteiligungen noch einmal im Anhang zur Bilanz veröffentlichen. Wenn sich der im Rahmen einer börsenrechtlichen Meldung bekannt gegebene Aktienbestand eines Anlegers¹⁷ nach der Meldung ändert, ohne dass ein Grenzwert überschritten wird, die Gesellschaft aber aufgrund einer Mitteilung des betreffenden Aktionärs oder aufgrund seiner Eintragungsgesuche aktuelle Information über die tatsächliche Beteiligung dieses Aktionärs hat, muss im Anhang zur Jahresrechnung der aktuelle Bestand offengelegt werden.

Hält eine Gesellschaft eigene Aktien, muss sie gemäss Art. 663b Ziff. 10 OR zusätzlich zur oben erwähnten börsenrechtlichen Meldung im Anhang zur Bilanz detaillierte Angaben über die Anzahl der von ihr gehaltenen eigenen Aktien sowie über die während des Jahres durchgeführten Transaktionen machen. Diese Pflicht gilt unabhängig von der Anzahl der selbst gehaltenen Aktien, d. h. die betreffenden Informationen müssen auch dann offengelegt werden, wenn sich der Bestand an eigenen Aktien unterhalb des Grenzwertes von 3% bewegt.

¹⁵ Zu dieser Meldung und Veröffentlichung Ziff. III.F.3. hinten.

¹⁶ Enthalten die Statuten eine tiefere prozentmässige Eintragungsgrenze für Namenaktien, so gilt für die Bekanntgabepflicht diese tiefere Grenze.

¹⁷ In den betreffenden Meldungen wird jeweils nur der Bestand offengelegt, der sich unmittelbar nach Überschreitung des betreffenden Grenzwertes ergibt.

B. DAS OBJEKT DER MELDUNG: AKTIEN UND DERIVATE

Die Meldepflicht erfasst:

- *Aktien, die Stimmrechte vermitteln. Diese Aktien unterliegen auch dann der Meldepflicht, wenn die Stimmrechte im konkreten Fall wegen einer Vinkulierung oder einer Stimmrechtsbeschränkung nicht ausgeübt werden können. Beteiligungspapiere, die keine Stimmrechte vermitteln, wie Genuss- oder Partizipationsscheine, sind dagegen nicht meldepflichtig.*
- *Sämtliche Derivate, die sich in irgendeiner Form auf Aktien bzw. Kursveränderungen an Aktien beziehen, sind gemäss Art. 15 BEHV-FINMA meldepflichtig. Diese Meldepflicht besteht unabhängig davon, ob die betreffenden Derivate eine Realerfüllung oder nur eine Ausgleichszahlung vorsehen. Daher müssen sämtliche Derivat-Positionen gemeldet werden (Spot-Transaktionen, Cash Exercise Options, Phantom Stocks, Differenzgeschäfte, Swaps sowie kombinierte Produkte aus Derivaten und Geldmarktanlagen). Bei Derivaten muss die Zahl der Aktien gemeldet werden, die dem Derivat bzw. der Berechnung der Zahlungsflüsse aus dem Derivat zugrunde liegen.*

1. Aktien

Die Meldepflicht erfasst alle Beteiligungspapiere, die Stimmrechte vermitteln, d. h. Namen- und Inhaberaktien. Entscheidend für die Meldepflicht ist, ob der betreffende Titel grundsätzlich ein Stimmrecht vermitteln kann. Irrelevant ist dagegen, ob die betreffenden Aktien im konkreten Fall Stimmrechte gewähren; kann ein Aktionär aufgrund von Vinkulierungsbestimmungen oder Stimmrechtsbeschränkung die mit den betreffenden Aktien verbundenen Stimmrechte nicht ausüben oder kann er sein Stimmrecht an Namenaktien nicht ausüben, weil er gar kein Eintragungsgesuch gestellt hat, so unterliegen die betreffenden Aktien dennoch der Meldepflicht.

Beteiligungspapiere, die gar keine Stimmrechte vermitteln können, wie z.B. Partizipations- oder Genussscheine, werden dagegen von der Meldepflicht nicht erfasst. Das Gleiche gilt auch für reine Schuldtitel wie insbesondere Obligationen¹⁸.

Für die Meldepflicht ist gemäss Art. 11 BEHV-FINMA der Zeitpunkt entscheidend, in dem der Erwerber durch Vertrag oder andere Weise einen durchsetzbaren Anspruch auf die Übertragung der betreffenden Aktien erhält. Daher

¹⁸ Wie unten in Ziff. II.B.2.2.1.2 dargestellt werden allerdings Wandelobligationen auf Aktien aufgrund des mit ihnen verbundenen Erwerbsrechts von der Meldepflicht erfasst. Das Gleiche gilt auch bei Optionsanleihen; bei diesen werden die Optionen als Derivate erfasst.

führt der Abschluss des Vertrages dazu, dass der Erwerber den Erwerb bzw. die Erhöhung seines Aktienbestandes meldet, während der Verkäufer den Verkauf bzw. die Verringerung seines Aktienbestandes meldet. Das spätere Verfügungsgeschäft, mit dem der Vertrag erfüllt wird, ist dagegen nicht meldepflichtig. Dies gilt auch dann, wenn der Vollzug eines Vertrages zeitlich aufgeschoben ist, weil ein späteres Erfüllungsdatum vertraglich vereinbart wurde oder der Vertrag unter einer Bedingung steht, die erst später erfüllt wird¹⁹. In diesen Fällen stimmt die tatsächliche Verfügung über die Stimmrechte allerdings nicht mit der Meldung überein: Der Verkäufer übt trotz Meldung des Verkaufs immer noch die Stimmrechte aus, während der Käufer keine entsprechenden Rechte hat²⁰.

Nach der Praxis der Offenlegungsstelle der SIX und der FINMA sind Leerverkäufe nicht meldepflichtig, da es sich um "negative Aktienbestände" handelt²¹.

2. Derivate / Finanzinstrumente

Die Meldepflicht umfasst aber nicht nur Aktien, sondern gemäss Art. 15 BEHV-FINMA auch alle Derivate, die sich auf Aktien beziehen, d. h. auf Beteiligungspapiere, die Stimmrechte vermitteln.

2.1 Der Begriff des Derivates / Finanzinstrumentes

Als Derivat oder "Finanzinstrument" im Sinne von Art. 15 BEHV-FINMA gilt jeder vertraglich geregelte Terminkontrakt, bei dem die Leistungen der Vertragsparteien von der Entwicklung einer oder mehrerer zugrunde liegenden Aktien abhängen²². Der für das Melderecht massgebliche Begriff des Derivats umfasst sowohl Finanzinstrumente mit Realerfüllung, d. h. Derivate, welche die Übertragung von Aktien vorsehen²³, sowie auch Finanzinstrumente ohne Realerfüllung, d. h. Derivate, bei deren Ablauf nur eine Zahlung vorgenommen wird, deren Höhe von der Kursentwicklung der zugrunde liegenden Aktien abhängt²⁴.

¹⁹ Wie in Ziff. F.3.1.3 gezeigt, ist es allerdings möglich, bei bedingten Verträgen eine Ausnahme von der Bekanntgabepflicht zu beantragen, so dass die Meldepflicht erst bei Eintritt der Bedingungen entsteht.

²⁰ Letztlich wäre es sachgerecht, Veräusserungen, die nicht sofort bzw. im Rahmen der börsenmässigen Abwicklung von Spot-Transaktionen innert einiger Tage erfüllt werden, nicht vom Aktienbestand zu subtrahieren, sondern im Sinne des hinten in Ziff. II.B.3. dargestellten Bruttoprinzips als Veräusserungspositionen zu melden und erst beim Vollzug den gemeldeten Aktienbestand zu reduzieren.

²¹ Diese Freistellung widerspricht der Meldepflicht bei Put-Optionen und Short-Positionen in Differenzgeschäften, die sich aus Art. 15 BEHV-FINMA ergibt. Es ist nicht erklärbar, weshalb Leerverkäufe nicht meldepflichtig sein sollten, wenn Short-Positionen in Derivaten meldepflichtig sind.

²² Da sich die Meldepflicht nur auf Beteiligungspapieren bezieht, die Stimmrechte vermitteln, unterstehen Derivate, die sich auf Schuldpapiere oder Beteiligungspapiere ohne Stimmrechte beziehen (Genuss- und Partizipationsscheine) von vorneherein nicht der Meldepflicht.

²³ Z.B. Termingeschäfte auf Lieferung von Aktien oder Put- und Call-Optionen, welche die Lieferung von Aktien vorsehen.

²⁴ Differenzgeschäfte Swaps oder Optionen mit einem Barausgleich.

Der Begriff des Derivats bzw. Finanzinstrumentes umfasst daher eine sehr breite Palette von Instrumenten. Der Begriff umfasst dementsprechend Derivate, die wie z.B. Kaufoptionen tatsächlich zu einer Veränderung der Stimmrechtsverhältnisse bei einer kotierten Gesellschaft führen können, aber auch viele Instrumente, die, wie z.B. Differenzgeschäfte, keinen Bezug zu den Stimmrechtsverhältnissen haben und diese nicht direkt verändern können²⁵.

Die Meldepflicht bei Derivaten besteht unabhängig davon, ob die betreffenden Finanzinstrumente börslich oder ausserbörslich gehandelt werden bzw. überhaupt handelbar sind. Für die Meldepflicht ist allein relevant, dass sich die betreffenden Derivate auf Aktien kotierter Gesellschaften beziehen. Die Art, in der die Derivate selber gehandelt werden, ist dagegen nicht von Bedeutung.

2.2 Meldepflicht bei Finanzinstrumenten

2.2.1 Derivate mit Realerfüllung

2.2.1.1 Derivate ohne Potestativbedingungen

Sieht ein Derivat eine Realerfüllung vor und ist die Lieferung von Aktien entweder unbeding²⁶ vorgesehen oder an Bedingungen geknüpft, die nicht von einer Entscheidung oder einer Willensäusserung einer der Parteien abhängen²⁷, so liegt ein bedingter Kaufvertrag bzw. ein Kaufvertrag mit aufgeschobenem Vollzugsdatum vor. Derartige Transaktionen werden melderechtlich nicht als Derivate erfasst, sondern als Kauf bzw. Verkauf von Aktien qualifiziert, da gemäss Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA die Meldepflicht mit dem Abschluss eines Verpflichtungsgeschäftes über den Erwerb bzw. die Veräusserung von Aktien entsteht und diese Bestimmung auch bedingte Verträge erfasst²⁸. Dies führt dazu, dass in derartigen Fällen kein Derivat gemeldet wird, 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.

Auch CoCos²⁹, bei denen Obligationen in Aktien gewandelt werden, während sich die Bilanzrelationen des Emittenten verschlechtern, gelten als Finanzinstrumente und müssen gemeldet werden³⁰.

²⁵ Dazu gehören insbesondere alle Instrumente mit reiner Barabrechnung.

²⁶ Unbedingter Terminkontrakt/Forward Purchase Agreement.

²⁷ Z.B. ein Termingeschäft, das nur vollzogen ist, falls der Kurs der betreffenden Aktien einen bestimmten Betrag über- oder unterschreitet.

²⁸ Vgl. Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010 der OLS-SIX, Ziff. 3.2.2.1 (S. 14); die Ausführungen der OLS-SIX zeigen in diesem Fall aber auch, dass es zum Teil schwierig ist, bedingte Verträge und Derivate zu unterscheiden.

²⁹ CoCos; sind bedingte Pflichtwandelanleihen, bei denen der Umwandlungspreis nicht bekannt ist, sondern vom Preis der betreffenden Aktien im Zeitpunkt der Umwandlung abhängt. Damit kann die Zahl der Aktien, die erworben werden können, erst im Zeitpunkt ermittelt werden, in dem die betreffenden Bedingungen eingetreten und der Wandelpreis berechnet werden kann.

³⁰ Vgl. Empfehlung A-01-12 der OLS SIX, Jahresbericht 2012 der OLS-SIX Ziff. 3.2.2.

Ausgenommen von dieser Meldepflicht sind allerdings Leerverkäufe. Wie hinten in Ziff. II.B.1. bzw. II.B.2.2.1.2 ff. dargestellt, müssen allerdings die damit verbundenen Leihgeschäfte³¹ und alle Absicherungsgeschäfte über Optionen gemeldet werden.

2.2.1.2 Derivate mit Potestativbedingungen (Options- und Wandelrechte)

Gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. a und b BEHV-FINMA unterstehen der Erwerb, die Zeichnung und die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten sowie von Veräusserungsrechten³² der Meldepflicht. In diesem Sinne werden sämtliche Transaktionen in Derivaten erfasst, die eine Übertragung von Aktien vorsehen, wie wenn die Aktien, auf die sich diese Rechte beziehen, erworben bzw. veräussert worden wären³³. Sofern bei einem bestimmten Derivat aufgrund seiner Konstruktion nicht klar ist, wie viele Aktien geliefert werden müssen³⁴, ist die höchstmögliche Zahl zu melden, die geliefert werden kann³⁵.

Die Meldepflicht gilt auch für bedingte Pflichtwandelanleihen (CoCos), obwohl die im Zeitpunkt der Ausgabe nicht klar ist, wie viele der Aktien der Inhaber diese Wandelanleihe letztlich beziehen kann, da der Wandelpreis vom Kurs im Zeitpunkt der Umwandlung abhängt. Grundsätzlich wäre deshalb die maximal mögliche Anzahl der Aktien zu melden, die der Eigentümer der CoCos erwerben kann. Auch wenn die Offenlegungsstelle der SIX in diesem Sinne die Meldepflicht bejaht, gewährt sie bei diesen Instrumenten aber eine Ausnahme von der Meldepflicht. Da unklar ist, ob die Bedingungen für die Wandlung je erfüllt wird und die Angabe der höchstmöglichen Zahl zu einer seltsamen Beteiligungsmeldung, welche die Beherrschungsverhältnisse nicht reflektiert, ist die Offenlegungsstelle der SIX aber bereit, bei derartigen Instrumenten eine Ausnahme von der Meldepflicht zu gewähren³⁶.

Die Meldepflicht gilt auch für Kombinationsprodukte, die sich aus einem oder mehreren Derivaten und einer Geldmarktanlage zusammensetzen. Dementsprechend werden vor allem auch Produkte erfasst, bei denen der Anleger dem Emittenten einen Kapitalbetrag zur Verfügung stellt, auf dem er einen Zins erhält, der Emittent aber je nach Marktlage statt der Rückzahlung des Kapitalbetrages auch bestimmte Aktien liefern kann. Soweit die Lieferung nicht vom Entscheid des Emittenten oder des Anlegers bzw. der Kursentwicklung abhängt, sondern in jedem Fall eine Aktie geliefert werden muss, liegt allerdings kein meldepflichtiges Derivat vor. Die Transaktion muss in diesem Fall vielmehr, wie oben dargestellt, direkt als Verkauf bzw. Kauf gemeldet werden.

³¹ Security-Loans.

³² Call- und Put-Optionen, Wandelrechte etc.

³³ Vgl. Mitteilung der OLS-SIX II/13 vom 03. Dezember 2013, Ziff. 2; Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010 der OLS-SIX, Ziff. 3.2.2.1 (S. 24 ff.).

³⁴ Dieser Fall tritt z.B. ein, wenn die Zahl der zu liefernden Aktien nicht bestimmt wird, sondern ein Betrag festgesetzt wird und die Zahl der zu liefernden Aktien von der Kursentwicklung abhängt.

³⁵ Vgl. Empfehlung V-01-11 der OLS-SIX, Jahresbericht 2011 der OLS-SIX, Ziff. 3.2.2 (S. 28).

³⁶ Vgl. Empfehlung V-01-11 der OLS-SIX, Jahresbericht 2011 der OLS-SIX, Ziff. 3.2.2. (S. 28).

2.2.1.3 Bezugsrechte

Bezugsrechte, die den Aktionären in einer Kapitalerhöhung zugeteilt werden, stellen Call-Optionen dar, da sie dem betreffenden Aktionär erlauben, neue Aktien zu erwerben. Die originäre Zuteilung von Bezugsrechten nach Art. 652 b Abs. 1 OR unterliegt nach der Praxis der OLS-SIX nicht der Meldepflicht³⁷. Die OLS-SIX sieht von der Meldepflicht bei Bezugsrechten ab, da die Bezugsrechte allen Aktionären in gleicher Weise zugeteilt werden und sich daher durch die Zuteilung keine Verschiebung im Aktienbesitz ergibt. Dementsprechend sind die zugeteilten Bezugsrechte weder bei der Gesellschaft als Veräußerungsposition noch bei den Aktionären als Erwerbsposition zu melden. Der rechtsgeschäftliche Erwerb von Bezugsrechten durch einen Dritten gilt aber als meldepflichtiger Vorgang. Die betreffende Position ist als Erwerbsposition zu melden, wenn ein Grenzwert überschritten wird³⁸.

2.2.1.4 Meldepflicht bei Derivaten, die sich auf mehrere Titel beziehen

Bezieht sich ein Derivat auf mehrere Titel, weil z.B. ein "Basket" von Titeln geliefert werden soll, so unterliegen die einzelnen Positionen der Meldepflicht. Bezieht sich ein Derivat auf mehrere Titel, ist beim Abschluss aber nicht klar, welcher Titel geliefert wird, weil der Inhaber des Derivats das Recht hat, am Ende der Laufzeit je nach Kurs zu entscheiden, welchen Titel er liefern will, so ist keine Meldung notwendig, sofern nicht im Zeitpunkt des Erwerbs bereits klar ist, dass mit stark erhöhter Wahrscheinlichkeit ein bestimmter Titel geliefert wird³⁹.

2.2.2 Derivate ohne Realerfüllung

Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA statuiert eine umfassende Meldepflicht für alle Derivate, die einen Barausgleich vorsehen oder in anderer Weise als Differenzgeschäfte betrachtet werden können⁴⁰. Diese Bestimmung unterwirft daher grundsätzlich jede vertragliche Vereinbarung, bei der Zahlungsströme von der Kursentwicklung von Aktien abhängen, der Meldepflicht. Die Meldepflicht erfasst dementsprechend insbesondere folgende Instrumente:

– Differenzgeschäfte und Swaps

Bei Differenzgeschäften und Swaps versprechen sich die Parteien Ausgleichszahlungen, die sich am Kurs einer Aktie 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

³⁷ Vgl. Mitteilung I/09 der OLS vom 7. April 2009; Vgl. Empfehlung V-03-11, Jahresbericht 2011 der OLS-SIX vom Ziff. 3.2.1. (S. 17).

³⁸ Vgl. Empfehlung V-03-11, Jahresbericht 2011 der OLS-SIX vom Ziff. 3.2.1. (S. 21).

³⁹ Vgl. Mitteilung der OLS-SIX II/13 vom 3. Dezember 2013 (Ziff. 2.3.); Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010, OLS-SIX (S. 28 ff.).

⁴⁰ Vgl. Mitteilung der OLS-SIX II/13 vom 3. Dezember 2013 (Ziff. 3.1.); Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010, OLS-SIX (S. 33 ff.).

eine "Short-Position" ein und erhält Zahlungen, wenn der Kurs fällt. Unabhängig von der konkreten Ausgestaltung dieser Instrumente unterliegen sie der Meldepflicht, weshalb auch Verträge gemeldet werden müssen, bei denen die Zahlungsströme nicht nur von Aktien, sondern auch noch von weiteren Faktoren abhängen. Bei Differenzgeschäften und Swaps muss die Zahl von Aktien gemeldet werden, auf die sich die betreffenden Verträge beziehen bzw. die für die Berechnung der Zahlungsströme unter dem Derivat massgebend sind.

– **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 dadurch von den oben erwähnten Differenzgeschäften, dass die Abrechnung nicht beidseitig erfolgt, sondern nur eine Partei bei einer für sie günstigen Entwicklung eine Zahlung erhält⁴¹. Bei diesen Instrumenten muss ebenfalls die Anzahl der Aktien gemeldet werden, auf die sich die Berechnung der Zahlung abstützt.

– **Absicherungsgeschäfte**

Im Finanzmarkt sind sehr viele Instrumente entwickelt worden, die es einer Partei erlauben, ihr Risiko, das sie trägt, vollumfänglich oder zumindest in einem gewissen Masse 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 Aktienkurs einen Grenzwert unterschreitet. Da alle diese Zahlungen von der Entwicklung des Aktienkurses abhängen, liegt ein Derivat vor, das aufgrund der weiten Definition von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA meldepflichtig ist. Auch bei dieser Art von Derivaten gilt, dass die Zahl der Aktien gemeldet werden muss, die von diesem Finanzinstrument rechnerisch abgedeckt werden.

– **Kombinationsprodukte mit Geldmarktanlagen**

Oft 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 sind⁴². Bei all diesen Instrumenten stellt der Anleger dem Emittenten einen Betrag zur Verfügung, dessen Verzinsung bzw. Rückzahlung von der

⁴¹ Typischerweise muss die entsprechende Risikoübernahme durch die Zahlung einer Prämie abgegolten werden.

⁴² Vgl. Groi, PIP, IGLU etc.

Entwicklung bestimmter Aktienkurse abhängt. Bei derartigen Finanzinstrumenten muss analytisch bestimmt werden, auf welche Anzahl von Aktien sie sich beziehen. Diese Anzahl untersteht dann der Meldepflicht.

– **Finanzinstrumente, die sich auf mehrere Aktien beziehen**

Sofern sich ein Finanzinstrument auf mehrere Titel bezieht ("Basket"), ändert sich an der Meldepflicht nichts. Entsprechend der sehr breiten Formulierung des Art. 15 Art. 20 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA ist auch hier eine Meldung notwendig, die sich allerdings nur auf den Anteil des betreffenden Titels im Basket bezieht. Ist bei einem Derivat, das sich auf mehrere Aktien bezieht, bei der Ausgabe nicht klar, welcher der betreffenden Basiswerte die Auszahlung am Ende beeinflussen wird, so ist keine Meldung notwendig⁴³. Soweit sich ein Derivat allerdings auf einen offiziellen Index⁴⁴ oder auf einen derart stark diversifizierten Basket bezieht, dass die Auszahlung nicht mehr von der Entwicklung einer einzelnen Aktie massgeblich beeinflusst wird, besteht keine Meldepflicht⁴⁵.

– **Auffangtatbestand nach Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA**

Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA erfasst zusätzlich auch noch alle "*Finanzinstrumente, die es den Berechtigten aufgrund ihrer Struktur ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben*", und gibt damit den ab 1.12.2007 neu eingeführten Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG wieder. Nachdem bereits Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA jedes Derivat ohne Realerfüllung erfasst, ist nicht klar, welche Bedeutung diese Bestimmung noch haben könnte, da sie keine zusätzlichen Derivate erfassen kann. Diese Bestimmung hat daher in der Praxis keine Bedeutung.

2.2.3 Die Mitarbeiteroptionen und ähnliche Derivate

Gewährt ein kotiertes Unternehmen im Rahmen eines Beteiligungsplans seinen Mitarbeitern Optionen zum Erwerb von Aktien, so ist dies ein meldepflichtiges Derivat. Insbesondere muss das Unternehmen selbst seine Veräusserungsposition melden. Das Gleiche gilt auch, wenn das Unternehmen den Mitarbeitern Rechte einräumt, die nicht zu einer Realerfüllung führen, sondern Barauszahlungen ergeben, wie insbesondere " Stock Appreciation Rights". Auch in diesen Fällen hat das Unternehmen eine Veräusserungsposition.

2.3 Anzahl der zu meldenden Aktien

Bei einem Finanzprodukt bzw. Derivaten sind die Zahl der Aktien zu melden, die aufgrund des Derivates erworben, bzw. veräussert werden können. Soweit

⁴³ Vgl. Mitteilung der OLS-SIX II/13 vom 3. Dezember 2013 (Ziff. 3.3); Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010, OLS-SIX (S. 41 ff.).

⁴⁴ SMI, SMIM, SLI etc.

⁴⁵ Vgl. Mitteilung der OLS-SIX II/13 vom 3. Dezember 2013 (Ziff. 3.3); Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010, OLS-SIX (S. 52 ff.).

es sich um Derivate ohne Realerfüllung handelt, muss die Zahl der Aktien angegeben werden, auf die sich die Abrechnung bezieht.

Ist ein Derivat in einer Art gestaltet, bei der die Zahl der Aktien, die erworben bzw. veräussert werden können im Zeitpunkt des Abschlusses nicht klar ist, so ist grundsätzlich die höchstmögliche Zahl von Aktien anzugeben, die erreicht werden kann⁴⁶.

2.4 Schlussfolgerung für die Praxis, kritische Würdigung

Aus den oben dargestellten Ausführungen ergibt sich, dass jedes Derivat, d. h. jede vertragliche Vereinbarung, die unter bestimmten Umständen zur Lieferung von Aktien oder zu einer Barabrechnung führen kann, die von der Kursentwicklung von Aktien abhängig ist, der Meldepflicht untersteht⁴⁷. Dementsprechend müssen Parteien, die in diesem Bereich tätig sind, auch jede Transaktion melden, was bei Banken und Effekthändlern, die im Derivatbereich tätig sind, gerade bei den Grenzwerten von 3% und 5% zu einer grossen Anzahl von Meldungen führt. Dies und die Meldung von hohen, aber wesentlichen imaginären Beständen bei gewissen Derivaten⁴⁸ führt zusammen mit den hinten erwähnten Doppelzählungen bei Securities Lending-Geschäften dazu, dass die Meldungen ihre Aussagekraft verlieren.

Der von der FINMA mit Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA eingeführten allgemeinen Meldepflicht für alle Derivate mit Barabrechnung fehlt die gesetzliche Basis. Im Sommer 2007 hatte die Bundesversammlung, zusammen mit dem Erlass des FINMAG, Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG in das Börsengesetz eingefügt, der am 1.12.2008 in Kraft trat. Diese Bestimmung sieht vor, dass Derivate ohne Realerfüllung dann zu melden sind, wenn sie von einer Person im Hinblick auf ein öffentliches Angebot erworben werden und in wirtschaftlicher Hinsicht den Erwerb von Aktien ermöglichen⁴⁹. Die Bundesversammlung wollte die Meldepflicht von Derivaten ohne Realerfüllung ausdrücklich auf derartige Situationen beschränken, weil in den vorangegangenen 18 Monaten zum Teil Übernahmen durch den Erwerb von Derivaten ohne Realerfüllung vorbereitet wurden. Das Parlament wollte jedoch explizit keine allgemeine Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung ausführen, was aus dem

⁴⁶ Vgl. Empfehlung A-01-12 der OLS SIX Jahresbericht 2012 der OLS-SIX Ziff. 3.2.2 (S. 31).

⁴⁷ Zur "flächendeckenden" Meldepflicht bei Derivaten zeigt sich z.B.: bei der Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010 der OLS-SIX, Ziff. 3.2.2.1 (S. 14); wo auch immer wieder das Prinzip betont wird, dass die grösstmögliche Anzahl von Aktien auf die sich das betreffende Derivat beziehen könnte, gemeldet werden muss.

⁴⁸ Z.B. Bonds und Absicherungsinstrumente.

⁴⁹ In der parlamentarischen Beratung wird betont, dass mit dieser Bestimmung der heimliche Aufbau von Beteiligungen im Hinblick auf ein öffentliches Angebot verhindert werden soll, weshalb nur Bestände erfasst werden können, die von einer Person im Hinblick auf ein öffentliches Angebot aufgebaut wurden, das sie selber plant oder an dem sie mitwirkt. Daher ist die Meldepflicht nur gegeben, wenn nachgewiesen werden kann, dass der Erwerber des entsprechenden Finanzinstruments im Zeitpunkt des Erwerbs bereits die Absicht hatte, ein öffentliches Angebot zu machen.

entsprechenden Votum des Initianten von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG hervorgeht⁵⁰. Diesen gesetzgeberischen Willen hat die EBK mit der Einführung einer flächendeckenden Meldepflicht im Sinne von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA missachtet. Obwohl die allgemeine Meldepflicht von Derivaten ohne Realerfüllung daher nicht rechtmässig ist, müssen in der Praxis sämtliche derartige Instrumente gemeldet werden, da die Strafdrohung von Art. 41 BEHG ein zu grosses Risiko darstellt⁵¹.

3. Das Prinzip der Brutto-Meldung / "Erwerbs- und Veräusserungsposition"

Der Besitz von Aktien und Erwerbspositionen bei Derivaten und Finanzinstrumenten kann jeweils nicht mit Veräusserungspositionen bei Derivaten verrechnet werden. Erwerbs- und Bestandspositionen einerseits und Veräusserungspositionen andererseits müssen vielmehr getrennt und ohne Verrechnung in der Meldung des betreffenden Aktionärs ausgewiesen werden⁵². Dementsprechend muss auch jede Meldung beide Positionen umfassen, unabhängig davon, welche der Positionen, einen der massgebenden Grenzwerte überschritten hat⁵³.

Dieses Bruttoprinzip führt dazu, dass eine Person, die Aktien erwirbt und darauf Call-Optionen schreibt, diese Call-Optionen nicht vom Aktienbestand subtrahieren darf. Sie muss vielmehr die beiden Positionen gesondert ausweisen, d. h. die Aktien als Erwerbsposition- und die Call-Optionen als Veräusserungsposition. Der meldepflichtige Bestand wird daher immer nur durch die Veräusserung von Aktien oder meldepflichtigen Derivaten bzw. durch den Verfall von Derivaten vermindert.

4. Meldung bei der Ausübung bzw. dem Verfall von Derivaten

Hält eine Person Derivate oder ist sie aus Derivaten verpflichtet, weil sie diese emittiert hat, so kann die Ausübung bzw. der Verfall von Derivaten ebenfalls wieder die Meldepflicht auslösen. Verfallen Derivate, ohne dass sie ausgeübt werden, so reduziert dies die Erwerbs- bzw. die Veräusserungsposition bei den beiden aus dem Derivat berechtigten bzw. verpflichteten Personen. Das Gleiche gilt auch, wenn ein Derivat, das keine Realerfüllung vorsieht, beendet wird und die Parteien über die fälligen Forderungen abrechnen. Wird ein Derivat, das Realerfüllung vorsieht, ausgeübt und kommt es dementsprechend zum Erwerb bzw. zur Veräusserung von Aktien, so führt dies nicht nur zur Reduktion der Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition bei den beiden beteiligten Parteien, sondern auch zu einer Reduktion bzw. Erhöhung des Aktienbestandes, der gemäss Art. 12 BEHV-FINMA separat meldepflichtig ist. Führen die entspre-

⁵⁰ Vgl. Votum Schneider-Ammann AB 2007 N 104 f.

⁵¹ Im konkreten Fall müsste ein Aktionär, der ein Derivat ohne Realerfüllung nicht gemeldet hat, im Verwaltungsstrafverfahren die Rechtmässigkeit von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA bestreiten und würde im Falle eines Prozessverlustes das Risiko einer sehr hohen Busse tragen.

⁵² Vgl. Mitteilung der OLS-SIX II/13 vom 3. Dezember 2013 (Ziff. 3.3); Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010, OLS-SIX (S. 59 ff.).

⁵³ Dazu im Einzelnen Ziff. G.4.2. hinten.

chenden Erhöhungen bzw. Reduktionen dieser meldepflichtigen Positionen dazu, dass ein Grenzwert erreicht bzw. über- oder unterschritten wird, so wird aufgrund des Verfalls bzw. der Ausübung der Derivate eine Meldung notwendig.

5. Meldung beim Roll-over von Derivaten

Die meisten Derivate haben eine begrenzte Laufzeit. Marktteilnehmer, die ihre Derivat-Position beim Ablauf der Laufzeit der einzelnen Derivate grundsätzlich aufrechterhalten wollen, müssen daher die Derivate, die ablaufen, verkaufen bzw. abrechnen und neue Derivate erwerben (Roll-over der Positionen). Damit ändern sich natürlich bei jedem Roll-over die in der ersten Meldung angegebenen Details⁵⁴, auch wenn sich die betreffende Erwerbs- oder Veräusserungsposition gesamthaft betrachtet nicht ändert, weil der betreffende Marktteilnehmer auch nach dem Roll-over immer noch die gleiche Anzahl von Kaufs- bzw. Verkaufsrechten hat. Da nach der Publikation einer Meldung jede Änderung der meldepflichtigen in Tatsachen wieder eine neue Meldepflicht auslöst, sind derartige Änderungen grundsätzlich meldepflichtig. Nach der Praxis der Offenlegungsstelle der SIX muss die meldepflichtige Person in diesen Fällen aber nur eine neue Meldung machen, wenn Derivate, die sich auf mehr als 3% der gesamten Stimmen der Gesellschaft beziehen⁵⁵, im Rahmen der einmal gemeldeten Position, ersetzt werden. Diese Regelung führt dazu, dass Marktteilnehmer mit grösseren Derivatbeständen diese genau überwachen und jedes Mal, wenn ihre Roll-overs diese Grenze überschreiten, eine entsprechende Meldung machen müssen.

⁵⁴ Laufzeit, Strike Price etc.

⁵⁵ Vgl. Mitteilung der OLS-SIX II/13 vom 3. Dezember 2013 (Ziff. 3.3); Empfehlung V-08-09 OLS-SIX, Jahresbericht 2010, OLS-SIX (S. 46 ff.).

C. DIE MELDEPFLICHTIGE PERSON

- *Meldepflichtig ist die Person, die an den meldepflichtigen Aktien bzw. Derivaten wirtschaftlich berechtigt ist.*
- *Entsprechend ist der Treugeber meldepflichtig, sofern sein Besitz einen der massgeblichen Grenzwerte über- oder unterschreitet, auch wenn die betreffenden Aktien bzw. Derivate formell von einem Treuhänder gehalten werden. Banken, Effekthändler, Vermögensverwalter und Nominees sind nur dann selbstständig meldepflichtig, wenn sie über die Ausübung der Stimmrechte in eigenem Ermessen entscheiden können; in allen anderen Fällen sind ihre Kunden allein meldepflichtig. Bei Wertpapierleihe, Repo-Geschäft und Verpfändung ist der Besitzer der Aktien nur dann meldepflichtig, wenn er bei dieser Transaktion das Stimmrecht erhält.*
- *Bei Unternehmensgruppen ist die natürliche oder juristische Person, welche die betreffende Gruppe beherrscht, für den Gesamtbestand der Gruppe meldepflichtig.*
- *Bei kollektiven Anlagen sind sowohl das einzelne Anlagegefäss für den eigenen Bestand als auch die Fondsleitung für alle von ihr verwalteten Anlagegefässe meldepflichtig.*

1. Die wirtschaftlich berechtigte Person

Meldepflichtig ist gemäss Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA immer die wirtschaftlich berechtigte Person, d. h. der "*ultimate beneficial owner*", auf dessen Rechnung Aktien oder meldepflichtige Derivate gehalten bzw. gekauft oder verkauft werden. Dies gilt auch, wenn Dritte am Markt als Käufer bzw. Verkäufer aufgetreten sind oder die betreffenden Aktien bzw. Derivate in eigenem Namen halten. Bei der Frage, welche Person als "*ultimate beneficial owner*" betrachtet wird, ist entscheidend, wer die Stimmrechte an den betreffenden Aktien bzw. die Derivate im eigenen Interesse ausüben kann oder über deren Ausübung bestimmen kann⁵⁶. Meldepflichtig sind dabei nicht nur Erwerb und Veräusserung von Aktien bzw. von Derivaten in derartigen Konstruktionen, sondern auch Veränderungen in der Beziehung zwischen dem meldepflichtigen indirekten Erwerber und der Person, welche die Aktien für ihn hält⁵⁷.

⁵⁶ Vgl. Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA; Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 26. Februar 1999.

⁵⁷ Art. 16 lit. b BEHV-FINMA.

1.1 Indirektes Halten in Vertragsverhältnissen

Auf Basis der oben dargestellten Grundsätze zum indirekten Halten ergeben sich in der Praxis verschiedenen Konstellationen:

1.2 Banken, Effekthändler und Vermögensverwalter

Banken und Effekthändler, die für Kunden Aktien bzw. meldepflichtige Derivate erwerben und im Depot halten, sind für diese Kundenbestände bzw. Kundentransaktionen nicht meldepflichtig. Zur Meldung verpflichtet sind nur die an diesen Depots direkt oder indirekt berechtigten Personen⁵⁸. Das Gleiche gilt auch für Vermögensverwalter, die für verschiedene Kunden Kauf- und Verkaufsaufträge erteilen; auch diese sind für die Kundenbestände nicht meldepflichtig⁵⁹.

Banken, Effekthändler und Vermögensverwalter können aber dann meldepflichtig werden, wenn sie im Rahmen ihrer Vollmachten die Stimmrechte an den Beteiligungspapieren ihrer Kunden nach eigenem Ermessen ausüben können, auch wenn das nur bei fehlenden ausdrücklichen Instruktionen gilt⁶⁰. Keine Meldepflicht löst dagegen eine Vereinbarung aus, nach der die Stimmrechte an Beteiligungspapieren von Kunden ohne ausdrückliche Instruktion des Kunden im Sinne der Anträge des Verwaltungsrates der betreffenden Gesellschaft ausgeübt werden, da dann der Bank, dem Effekthändler bzw. dem Vermögensverwalter kein Ermessensentscheid eingeräumt wird und er die Stimmrechte dementsprechend nicht im eigenen Interesse bzw. nach eigenen Vorstellungen ausüben kann⁶¹.

1.3 Nominees

Nominees, die bei einer Gesellschaft als Aktionäre registriert sind, aber Stimmrechte rein auf Instruktion der Kunden bzw. im oben dargestellten Rahmen ohne eigenes Ermessen ausüben, gelten nicht als "ultimate beneficial owners" und unterliegen daher nicht der Meldepflicht. Die Meldepflicht trifft aber die Auftraggeber der betreffenden Nominees, sofern sie einen der massgebenden Grenzwerte überschreiten⁶².

⁵⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Swiss Value (E. 1).

⁵⁹ Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 26. Februar 1999 (II/99); vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Swiss Value (E. 2).

⁶⁰ Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 26. Februar 1999 (II/99).

⁶¹ Durch das Verbot des Depotstimmrechts in Art. 11 VegüV ergibt sich diese Situation bei Banken und Effekthändlern nicht mehr; bei Vermögensverwaltern ist eine derartige Vollmachterteilung dagegen noch zulässig.

⁶² Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 26. Februar 1999 (II/99).

1.4 Treuhandverhältnisse

Hält ein Treuhänder Aktien oder meldepflichtige Derivate für einen Dritten, so ist dieser Dritte und nicht der Treuhänder meldepflichtig⁶³, da der Treuhänder gemäss Art. 397 f. OR die Stimmrechte nach den Instruktionen und im Interesse des Treugebers ausüben muss. Eine Meldepflicht des Treuhänders kann sich nur ergeben, wenn dieser aufgrund einer speziellen Bestimmung des Treuhandvertrages die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausüben darf.

1.5 Stiftungen und Trusts

Stiftungen sind für ihre eigenen Bestände an kotierten Beteiligungspapieren und meldepflichtigen Derivaten meldepflichtig, wenn diese die für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte über- bzw. unterschreiten. Destinatäre und Stifter werden bei schweizerischen Stiftungen nicht als wirtschaftlich berechnete Personen betrachtet, da sie keinen Einfluss auf die Willensbildung der Stiftung haben. Sofern aber ein Destinatär oder Stifter Organstellung hat oder nach dem anwendbaren Stiftungsrecht⁶⁴ die Willensbildung der Stiftung im eigenen Interesse massgeblich beeinflussen kann, wird der betreffende Destinatär bzw. Stifter zur wirtschaftlich berechtigten Person und ist damit selbst meldepflichtig⁶⁵.

Ähnliche Verhältnisse, wie bei einer Stiftung ergeben sich auch beim Trust. Entscheidend für die Frage, ob der Trust selbst bzw. der Trustee 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. Da in diesem Bereich die einzelnen Trusts sehr unterschiedlich ausgestaltet sind, müssen die Verhältnisse im Einzelfall geprüft und häufig auch mit der Offenlegungsstelle besprochen werden⁶⁶.

1.6 Einräumung von Vollmachten und Abtretung vom Stimmrechten

Die blosser Erteilung einer Vollmacht für eine Generalversammlung, welche die bevollmächtigte Person dem Weisungsrecht des Vollmachtgebers unterwirft und die auch jederzeit widerrufen werden kann, führt nicht dazu, dass der Bevollmächtigte als wirtschaftlich berechnete Person betrachtet wird⁶⁷. Dagegen führt aber die Abtretung von Stimmrechten oder die Einräumung einer unwiderruflichen Vollmacht⁶⁸ dazu, dass die berechnete Person meldepflichtig wird. Das Gleiche gilt auch, wenn eine Vollmacht trotz grundsätzlicher Widerrufbar-

⁶³ Art. 9 Abs. 3 lit. a BEHV-FINMA.

⁶⁴ Vgl. die Möglichkeiten bei liechtensteinischen Stiftungen.

⁶⁵ Vgl. Jahresbericht 2000 Offenlegungsstelle der SIX Ziff. 3.1.3.6.

⁶⁶ Vgl. Jahresbericht 2000 Offenlegungsstelle der SIX Ziff. 3.1.3.8.

⁶⁷ Vgl. Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA.

⁶⁸ Unwiderrufliche Vollmachten sind zwar im Schweizer Recht nicht zulässig, können aber zum Teil nach anderen Rechtsordnungen erteilt werden.

keit langfristig eingeräumt und dem Bevollmächtigten erlaubt wird, die Stimmrechte im eigenen Interesse auszuüben.

1.7 Nutzniessung

Da bei der Nutzniessung nach Art. 690 Abs. 2 OR das Stimmrecht an den Nutzniesser übergeht, ist der Nutzniesser gemäss Art. 13 BEHV-FINMA als wirtschaftlich berechtigte Person meldepflichtig. Obwohl der Eigentümer ein dingliches Recht auf Rückübertragungen der betreffenden Aktien bei Beendigung des Nutzniessungsverhältnisses hat, muss er den Bestand nicht melden. Die Einräumung der Nutzniessung wird melderechtlich wie die Veräusserung der betreffenden Aktien behandelt, der Wegfall der Nutzniessung wie ein Rückerwerb durch den Eigentümer.

1.8 Pfandrecht

Bei der Verpfändung von Aktien verbleibt das Stimmrecht gemäss Art. 905 ZGB bzw. Art. 689b Abs. 2 OR beim Pfandgeber. Falls die Parteien keine andere Vereinbarung treffen, die dem Pfandnehmer oder dem Pfandhalter das Stimmrecht gibt, unterliegt daher nur der Pfandgeber der Meldepflicht. Die Einräumung eines Pfandrechtes hat daher melderechtlich keine Auswirkungen.

1.9 Wertpapierleihe (Securities Lending), Repo-Geschäfte und Sicherungsübereignung

Bei dieser Transaktion erwirbt eine Partei das Eigentum an Aktien, hat aber eine obligatorische Verpflichtung diese zurückzugeben. Art. 14 BEHV-FINMA sieht vor, dass bei derartigen Transaktionen die Partei, welche die betreffenden Aktien übernimmt, diesen Erwerb, d. h. den entsprechenden Bestand, melden muss. Die Partei, welche die Aktien übertragen hat, kann dagegen keine Veräusserung melden. Damit kommt es bei all diesen Transaktionen zu einer Doppelmeldung. Beide an der Transaktion beteiligte Parteien melden die gleiche Position von Aktien. Diese Doppelmeldung ist von der FINMA gewollt, führt m.E. aber nicht zu Transparenz, sondern eher zu Marktverwirrung.

1.10 Derivate als indirektes Halten von Aktien

Die EBK ging in ihrer Praxis davon aus, dass Derivate ohne Realerfüllung in "Missbrauchsfällen" auch als indirektes Halten qualifiziert werden können. Sie hat den Begriff des Missbrauchs allerdings nie definiert. Aus ihren Entscheiden geht aber hervor, dass sie eine Meldepflicht dann annimmt, wenn der Inhaber des betreffenden Derivats damit rechnen kann, dass er mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit die betreffenden Aktien am Ende der Laufzeit des Derivates erhalten wird, obwohl er keinen rechtlichen Anspruch darauf hat. Neben Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA dürfte diese Praxis in der Zukunft im Melderecht keinen Anwendungsbereich mehr finden. Anwendung finden kann diese Praxis aber bei der Frage, ob ein Marktteilnehmer einen Bestand von über 33⅓% an den Aktien einer kotierten Gesellschaft erworben hat und daher nach Art. 32 BEHG angebotspflichtig wird. Wie hinten dargestellt, ist für diese Fra-

ge nicht der Abschluss von Verträgen betreffend Derivaten massgebend, sondern allein der direkte oder indirekte Aktienbesitz. Daher kann es einem Erwerber passieren, dass die Übernahmekommission bzw. die FINMA in einem Fall die frühere rechtliche Beurteilung von Derivaten als indirektes Halten von Aktien im Bereich von Art. 32 BEHG plötzlich aufnimmt und ein Derivatbestand wegen der Qualifikation als indirektes Halten zur Übernahmepflicht führt.

2. **Indirektes Halten durch Beherrschung von Gesellschaften und Konzernverhältnissen**

Wenn eine natürliche Person eine Gesellschaft beherrscht, so werden ihr alle Aktienrechte die die betreffende Gesellschaft hält, als indirekter Aktienbesitz zugerechnet. In diesem Sinne gilt für die Meldepflicht ein automatischer "Durchgriff". Beherrscht eine Person mehrere Gesellschaften, so werden deren Bestände für die Ermittlung der Meldepflicht zusammengezählt und es wird die Person, welche die beherrschende Position einnimmt, für den Gesamtbestand als wirtschaftlich Berechtigter betrachtet⁶⁹. Halten mehrere Personen zusammen eine Gesellschaft, die eine meldepflichtige Beteiligungen erhält, so werden die betreffenden Personen als Gruppe meldepflichtig⁷⁰.

Der Begriff der Beherrschung wird dabei weder im Börsengesetz noch in der Verordnung der FINMA definiert; die Offenlegungsstelle der SIX, die EBK und auch das Bundesgericht gehen allerdings von einer breiten Definition der Beherrschung aus⁷¹, wobei folgende Kriterien⁷² gelten:

– **Aktienmehrheit bzw. massgebliche Minderheit**

Wenn eine Person die Mehrheit an den Aktien einer Gesellschaft hält, so gilt sie für die von dieser Gesellschaft gehaltenen Beteiligungspapiere als wirtschaftlich berechtigt. Dasselbe gilt auch dann, wenn eine Person nur eine Minderheitsposition hält, diese Minderheitsposition aber so gross ist, dass die betreffende Person die Generalversammlung jeweils beherrschen und entsprechend die Organe der Gesellschaft wählen kann. Es genügt aber nicht ein blosses Zufallsmehr an einer besonders schlecht besuchten Generalversammlung, sondern die Verhältnisse müssen stabil sein. Die betreffende Person muss also regelmässig die faktische Kontrolle über die Generalversammlung haben, weil sich die anderen Aktien im Streubesitz befinden⁷³.

⁶⁹ Vgl. Art. 9 Abs. 3 lit. c BEHV-FINMA; vgl. Empfehlung V-01-12 der OLS-SIX Jahresbericht 2012 der OLS-SIX Ziff. 3.2.3 (S. 37 ff.)

⁷⁰ Vgl. Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 1.3.1.

⁷¹ Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00), BGE 2A.174/2001 vom 4. Dezember 2001.

⁷² Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (III/00); Jahresbericht 2000 Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.7.

⁷³ Vgl. Jahresbericht 1998 Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.2.

– **Vertragliche oder statutarische Rechte**

Eine Beherrschung kann sich auch aufgrund statutarischer oder vertraglicher Vorrechte ergeben, die einer bestimmten Person das Recht einräumen, die obersten Leitungsorgane einer Gesellschaft zu besetzen.

– **Personelle Verflechtung**

Das Kriterium der personellen Verflechtung soll nach Ansicht der Offenlegungsstelle⁷⁴ dann greifen, wenn eine Person durch Einsitznahme in den Verwaltungsrat mehrerer Gesellschaften diese massgeblich beeinflusst. M.E. genügt eine derartige personelle Verflechtung aber nicht zur Annahme eines Beherrschungsverhältnisses, da die Organstellung im Interesse der jeweiligen Gesellschaft ausgeübt werden muss und damit gar nicht zur Beherrschung führen kann.

Die obigen Regeln über das indirekte Halten gelten immer, wenn eine natürliche Person eine juristische Person beherrscht. Sie gelten aber nicht bei Konzernen, die nicht von einer juristischen Person beherrscht werden. Wie hinten in Ziff. II.D.1.5 dargestellt, werden Konzerne als Gruppen betrachtet. Beherrscht aber eine natürliche Person oder eine Gruppe natürlicher Personen einen Konzern, so muss sie dessen Bestand als indirekten Bestand melden, während der Konzern nicht mehr meldepflichtig ist.

3. Strukturveränderungen beim indirekten Halten

Hält eine Person über Gesellschaften oder Dritte, die mit ihr vertraglich verbunden sind, indirekt Aktien und unterliegt daher der Meldepflicht, so muss sie nicht nur dann eine neue Meldung machen, wenn sich ihr Bestand so verändert, dass einer der gemäss Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwerte unter- oder überschritten wird, sondern auch wenn sich die Struktur, mit der die betreffende Person Aktien indirekt erhält, ändert. Hält eine Person Aktien über einen Treuhänder oder über einen Trust, so muss sie eine Meldung machen, falls sie anstelle einer derartigen Struktur die Aktien in eine Gesellschaft einbringt und sie neu über diese Gesellschaft und nicht mehr über einen Treuhänder oder Trust hält. Das Gleiche gilt, wenn eine Person eine meldepflichtige Position über eine Kette von Gesellschaften hält und diese Struktur sich ändert oder wenn sich allein schon der Name einer Zwischengesellschaft ändert.

4. Kollektive Kapitalanlagen⁷⁵

4.1 In der Schweiz zum Vertrieb zugelassene kollektive Kapitalanlagen

Bei schweizerischen sowie ausländischen kollektiven Kapitalanlagen, die in der Schweiz zum Vertrieb zugelassen sind, ist gemäss Art. 17 Abs. 1 BEHV-FINMA der jeweilige Bewilligungsträger verpflichtet, die notwendige Mel-

⁷⁴ Z.B. Mitteilung der Offenlegungsstelle SWX vom 29. November 2000 (II/00), Ziff. 2.

⁷⁵ Anlagefonds, SICAV, SICAP, Kommanditgesellschaft für Anlagezwecke gemäss KAG etc.

dung zu erstatten. Dementsprechend ist bei kollektiven Anlageformen, die über eigene Rechtspersönlichkeit bzw. Handlungsfähigkeit verfügen⁷⁶, die kollektive Kapitalanlage selbst zur Meldung verpflichtet. Bei den übrigen Formen kollektiver Kapitalanlagen, die nicht über eigene Rechtspersönlichkeit oder Handlungsfähigkeit verfügen⁷⁷, ist dagegen die Fondsleitung, die Bewilligungsträgerin der betreffenden kollektiven Kapitalanlage ist, für die Meldung zuständig. Eine Ausnahme von dieser Regel gilt allerdings gemäss Art. 17 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA für fremd verwaltete SICAV. Bei diesem muss die Meldepflicht von der Fondsleitung erfüllt werden, obwohl der SICAV selbst Bewilligungsträger ist.

Der individuelle Anleger ist bei kollektiven Kapitalanlagen unabhängig von seinem Anteil an der betreffenden Kapitalanlage nicht meldepflichtig, da er nach schweizerischem Recht keinen Einfluss auf die Ausübung von Stimmrechten durch die kollektive Kapitalanlage hat.

Bei kollektiven Kapitalanlagen, die fremd verwaltet sind, ergibt sich eine doppelte Meldepflicht:

- Zunächst muss für meldepflichtige Bestände jeder kollektiven Kapitalanlage⁷⁸ einzeln eine Meldung erstattet werden, wobei bei Umbrella-Fonds für jedes Teilvermögen eine Meldung gemacht werden muss.
- Zusätzlich muss ein Bewilligungsträger, der als Fondsleitung mehrere kollektive Kapitalanlagen betreut bzw. im Rahmen eines Umbrella-Fonds mehrere Teilvermögen eines Fonds verwaltet, eine konsolidierte Meldung für alle von ihm verwalteten Formen der kollektiven Kapitalanlage abgeben⁷⁹.

Die oben dargestellte doppelte Meldepflicht, schafft einerseits Transparenz über die Bestände einzelner kollektiver Kapitalanlagen und zeigt auch, wie viele Stimmrechte eine Fondsleitung, die mehrere kollektive Kapitalanlagen verwaltet, in konsolidierter Sicht kontrollieren kann. Die konsolidierte Sicht ist deshalb wesentlich, weil anzunehmen ist, dass die Fondsleitung die Stimmrechte, welche sie kontrolliert, in allen von ihr verwalteten Formen der kol-

⁷⁶ SICAV, SICAF, Kollektivgesellschaft für Kapitalanlagen sowie ähnliche ausländische Formen der kollektiven Kapitalanlage.

⁷⁷ Im Wesentlichen der klassische Anlagefonds und ähnliche ausländische Anlagen.

⁷⁸ Bezüglich dieser Meldung werden Teilvermögen von Umbrella-Fonds gemäss Art. 17 Abs. 2 lit. d BEHV-FINMA jeweils wie eine selbständig kollektive Kapitalanlage betrachtet, so dass für jedes derartige Teilvermögen eine Meldung gemacht werden muss.

⁷⁹ Die Depotbank, die mehrere kollektive Anlagen betreut, hat keine derartige Pflicht, da sie selbst keinen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte nimmt; Jahresbericht 2002 Offenlegungsstelle der SIX Ziff. 3.1.3.4.

lektiven Kapitalanlage in gleicher Weise verwenden wird⁸⁰. Trotz dieser Vorteile führt die doppelte Meldepflicht natürlich zum Ausweis imaginärer Bestände, was für die Marktteilnehmer, die nur die Gesamtbestände von Meldungen beachten, irreführend ist.

Obwohl bankinterne Sondervermögen im Sinne von Art. 4 KAG mindestens in wirtschaftlicher Hinsicht grosse Ähnlichkeit mit Anlagefonds haben, werden diese gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 3 BEHV-FINMA nicht selbständig meldepflichtig. Ihre Bestände müssen aber von der Bank zusammen mit den Eigenbeständen der betreffenden Bank gemeldet werden.

4.2 Ausländische kollektive Kapitalanlagen ohne Vertriebsbewilligung in der Schweiz

Verfügt eine ausländische kollektive Kapitalanlage nicht über eine Vertriebsbewilligung in der Schweiz, so gelten die oben dargestellten Regeln gemäss Art. 17 Abs. 3 BEHV-FINMA nur, wenn die ausländische Kapitalanlage der zuständigen Offenlegungsstelle nachweist, dass sie nicht zu einem Konzern gehört bzw. die Stimmrechte an Aktien, welche sie hält, im Sinne der Interessen der Anleger und nicht im Sinne der Interessen eines Konzerns, zu dem sie allenfalls gehört, ausübt. Werden diese Voraussetzungen nicht erfüllt, so muss der Konzern, der die Fondsleitungsgesellschaft hält, den bekannten Bestand der kollektiven Kapitalanlagen, die durch diese Fondsleitung verwaltet werden, zusammen mit den eigenen Beständen melden⁸¹.

4.3 Meldepflicht des Anlegers bei Beeinflussung des Stimmrechtsverhaltens

Die oben dargestellten Regelungen über die Meldung von Aktienbeständen kollektiver Kapitalanlagen führen dazu, dass die Anleger, die sich an derartigen Kapitalanlagen beteiligen, keine Meldung abgeben müssen. Dies ist letztlich die Folge davon, dass sie bei kollektiven Kapitalanlagen die Ausübung der Stimmrechte nicht beeinflussen können. Diese liegt allein in der Hand der Fondsleitung bzw. der Organe der betreffenden kollektiven Kapitalanlage. Diese Regelung gilt allerdings dann nicht, wenn der Anleger die Stimmrechtsausübung beeinflussen kann. Besteht ein derartiger Einfluss aufgrund vertraglicher, statutarischer oder bloss faktischer Umstände⁸², so muss der Bestand der betreffenden kollektiven Kapitalanlage als indirekter Besitz des betreffenden Anlegers gemeldet werden. Die Offenlegungsstelle der SIX hat deshalb auch

⁸⁰ Die Konsolidierungspflicht endet aber bei der Fondsleitungsgesellschaft. Gemäss Art. 17 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA müssen die gemeldeten Bestände von der Muttergesellschaft der Fondsleitungsgesellschaft nicht zusammen mit den von der Muttergesellschaft gehaltenen Aktienbeständen konsolidiert gemeldet werden. Auf diese Konsolidierung wird verzichtet, da Fondsgesellschaften im Interesse der Anleger handeln müssen und nicht frei über die Ausübung der Stimmrechte bestimmen können.

⁸¹ Vgl. Entscheid des Bundesverwaltungsgerichtes B-5217/2011; Jahresbericht 2012 OLS-SIX, Ziff. 3.2.6.

⁸² Wie z.B. bei einem Ein-Anleger-Fonds.

entschieden, dass die Anleger ihre Anteile an den Beständen von kollektiven Kapitalanlagen melden müssen, wenn sie im Rahmen der kollektiven Kapitalanlage die Möglichkeit haben, "Stimmpräferenzen⁸³ " bzw. Weisungen für die Ausübung von Stimmrechten abzugeben⁸⁴. Nur wenn die Anleger bei derartigen kollektiven Anlagefonds ausdrücklich auf ihr Recht zur Abgabe von Weisungen verzichten und dieser Verzicht nur unter Beachtung einer Sperrfrist aufgehoben werden kann, unterliegt der betreffende anteilige Bestand nicht der Meldepflicht.

⁸³ Möglichkeit, Präferenzen abzugeben bzw. Weisungen zu erteilen, wurde von gewissen schweizerischen Anlagestiftungen und Anlagefonds für institutionelle Anleger eingeführt, um schweizerischen Pensionskassen zu ermöglichen, ihre Stimmrechte auszuüben wie dies im Zusammenhang mit der Minderinitiative gefordert wurde.

⁸⁴ Vgl. Empfehlung V-04-11 der OLS-SIX, Jahresbericht 2011, Ziff. 3.2.3 (S. 51); Empfehlung V-04-10 der OLS-SIX, Jahresbericht 2010 OLS-SIX (S. 140 ff.); Meldepflicht wegen indirektem Haltens.

D. GRUPPEN

- Soweit Personen ihre Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren durch Aktionärsbindungsverträge oder ähnliche Vereinbarungen koordinieren, untersteht die gesamte Gruppe der Meldepflicht. Transaktionen innerhalb der Gruppe sind dagegen von der Meldepflicht befreit.
- Bei Gruppen müssen nicht nur Veränderungen im Gesamtbestand gemeldet werden, sondern auch Änderungen in der Zusammensetzung der Gruppe sowie in der Art der Absprache, die der Gruppe zugrunde liegt.

1. Gruppenbildung

Von der Meldepflicht werden gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG nicht nur Einzelpersonen erfasst, sondern auch Gruppen von Personen, die "in gemeinsamer Absprache" Aktien erwerben bzw. halten. Gemäss Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA handeln einzelne Personen in gemeinsamer Absprache bzw. als organisierte Gruppe, wenn sie ihre Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb und die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten durch Vertrag oder andere Vorkehren⁸⁵ abstimmen⁸⁶. Damit werden einzelne Aktionäre insbesondere in folgenden Situationen als Gruppe erfasst⁸⁷:

1.1 Aktionärsbindungsverträge

Aktionäre, die einen Aktionärsbindungsvertrag abgeschlossen haben, der eine Stimmbindung bzw. eine Koordination der Stimmrechtsausübung vorsieht⁸⁸, gelten als Gruppe⁸⁹. Sofern sich der betreffende Aktionärsbindungsvertrag nicht auf alle Aktien bezieht, welche die am Vertrag beteiligten Aktionäre halten, so müssen die "freien" Aktien nicht gemeldet werden⁹⁰.

⁸⁵ Zur Begründung einer entsprechenden Vereinbarung oder Absprache genügt auch ein schlüssiges Verhalten. Vgl. BGE 130 II 550.

⁸⁶ Der Begriff der Gruppenbildung wird dabei im Sinne des Anlegerschutzes und der Transparenz breit ausgelegt; vgl. BGE 2A.174/2001 vom 4. Dezember 2001. Der Begriff der Gruppe für die Auslösung einer Angebotspflicht i.S. von Art. 32 BEHG wird dagegen enger ausgelegt, da die Angebotspflicht nur ausgelöst wird, wenn die Bildung der Gruppe zur gemeinsamen Beherrschung der betreffenden Gesellschaft führt. Vgl. BGE 130 II 556 ff.; vgl. dazu im Einzelnen Ziff. II.D.1.2.

⁸⁷ Vgl. SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 13.

⁸⁸ Art. 10 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA. Ein Beispiel einer derartigen Vereinbarung ist z.B. der in der Empfehlung der UEK vom 4. Juni 2004 i.S. Vontobel Holding beschriebene Aktionärspool.

⁸⁹ Vgl. Empfehlung V-01-12 der OLS-SIX Jahresbericht 2012 der OLS-SIX Ziff. 3.2.3 (S. 37 ff.).

⁹⁰ Vgl. Empfehlung V-01-12 der OLS-SIX Jahresbericht 2012 der OLS-SIX Ziff. 3.2.3 (S. 37 ff.).

1.2 Bewusste Abstimmung des Stimmrechtsverhaltens

Aktionäre bilden auch dann eine Gruppe, wenn sie zwar keinen formellen Aktionärsbindungsvertrag mit Stimmrechtsbindung abgeschlossen haben, aber ihr Abstimmungsverhalten bewusst koordinieren, um eine Gesellschaft zu beherrschen bzw. massgeblich zu beeinflussen. Dabei kann allerdings nicht jedes Parallelverhalten bei der Stimmabgabe als Gruppenbildung qualifiziert werden, sondern nur ein im Rahmen gemeinsamer Willensbildung vereinbartes Zusammenwirken, das dazu führt, dass die einzelnen Aktionäre ihr Stimmrechtsverhalten den Gruppeninteressen unterordnen, um so als Gruppe die Gesellschaft zu beherrschen oder zu beeinflussen.

Eine weitergehende Auslegung des Gruppenbegriffes, die jedes Parallelverhalten erfassen würde, würde dem Prinzip der freien Willensbildung in der Generalversammlung und einer effizienten Corporate Governance widersprechen. Die Aktionäre müssen – ohne eine Gruppe zu bilden, die der Meldepflicht untersteht – die Möglichkeit haben, in und vor der Generalversammlung ihre Meinungen auszutauschen und auch gegen Anträge des Verwaltungsrates zu stimmen, da die Generalversammlung sonst ihrer Funktion – den Willen der Aktionäre gegenüber dem Verwaltungsrat auszudrücken – gar nicht mehr nachkommen könnte⁹¹. Aktionäre können sich daher in einer Generalversammlung zur Bildung von Ad hoc-Koalitionen entscheiden und gemeinsam in gleicher Weise abstimmen, ohne dass dies als Bildung einer Gruppe qualifiziert wird. Auch der gemeinsame Widerstand mehrerer Aktionäre gegen die Anträge des Verwaltungsrates im Rahmen einer Generalversammlung führt in diesem Sinne nicht zur Bildung einer Gruppe. Eine Gruppe entsteht auch dann nicht, wenn ein Aktionär seine Anträge vor der Generalversammlung bekannt macht und die übrigen Aktionäre öffentlich oder in Einzelkontakten auffordert, im Sinne seiner Anträge zu stimmen. Damit werden die anderen Aktionäre nur über ein Anliegen orientiert, bleiben aber in ihrer Willensbildung unabhängig.

Die Grenze zur Gruppenbildung und zur bewussten Abstimmung der Stimmrechtsabgabe wird aber dann überschritten, wenn bestimmte Aktionäre vor einer Generalversammlung Vereinbarungen über ihr Stimmrechtsverhalten treffen oder gemeinsam Anträge ausarbeiten und vereinbaren, diese zu unterstützen. Dies gilt auch dann, wenn die betreffenden Vereinbarungen rechtlich nicht verbindlich sein sollten, sondern im Sinne eines "Gentlemen Agreement" unverbindlich bleiben. Nach der Praxis der Offenlegungsstelle der SIX entsteht eine Meldepflicht auch dann, wenn einzelne Aktionäre sich öffentlich mit den Anliegen und Anträgen eines anderen Aktionärs solidarisieren und z.B. bei einem Stimmrechtsberater auf einer Liste von "unterstützenden" Aktionären aufgeführt werden⁹². Während die Offenlegungsstelle der SIX bei Aktionären, die

⁹¹ Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Ziff. 1 ff.

⁹² Vgl. Empfehlung V-02-10 der OLS-SIX, Jahresbericht 2010, Ziff. 3.2.4.3 (S. 124); im konkreten Fall gewährte die OLS-SIX aber gewisse Erleichterungen bei der Erfüllung der Meldepflicht.

in Opposition zum Verwaltungsrat treten bzw. einem Stimmrechtsberater bei gewissen Initiativen folgen, relativ streng ist und entsprechend eine meldepflichtige Gruppe annimmt, hat sie bei Aktionären, die sich mit dem Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft solidarisieren und deren Verhalten über den Verwaltungsrat koordiniert wird, bisher noch keine Gruppenbildung angenommen. Da Sach- und Interessenlage aber sehr ähnlich sind, könnte es sein, dass die Offenlegungsstelle der SIX und die FINMA in einem umstrittenen Fall einmal auch eine Gruppenbildung bei den Aktionären annehmen könnten, die den Verwaltungsrat öffentlich unterstützen.

1.3 Vereinbarungen über den gemeinsamen Kauf oder Verkauf von Aktien

Aktionäre, die Vereinbarungen über den gemeinsamen Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren treffen, d. h. die gemeinsam eine grössere Beteiligung kaufen oder ihre Beteiligungen gemeinsam an einen Dritten verkaufen⁹³, bilden eine Gruppe⁹⁴. Auch der Abschluss einer Lock-up-Vereinbarung, in der sich verschiedene Aktionäre – z.B. im Zusammenhang mit einer Emission oder einer Sanierung – verpflichten, ihre Aktien während einer bestimmten Zeit zu halten, führt daher zur Bildung einer meldepflichtigen Gruppe.

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 grossen Blocks bei einer Anzahl von Investoren, die mit der Platzierungsbank einzelne Rechtsgeschäfte schliessen, führt dagegen nicht zu einer Gruppenbildung. In diesen Fällen liegt bei den Anlegern nur ein Parallelverhalten, aber keine Absprache oder bewusste Abstimmung vor⁹⁵. Das Gleiche gilt auch, wenn sich verschiedene Aktionäre einer Gesellschaft gegenüber dieser oder der Emissionsbank zur Zeichnung von Aktien in einer Kapitalerhöhung verpflichten, soweit sie keine Verpflichtungen eingehen, die über den Erwerb dieser Aktien hinausgehen⁹⁶. Bei Gruppen, die sich zum Erwerb zusammenschliessen, genügt natürlich die Absicht der Zusammenarbeit und die gemeinsame Verpflichtung unter den betreffenden

⁹³ Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission 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 hatte und mit diesem weitere Vereinbarungen über den Verkauf seiner restlichen Beteiligungen getroffen hatte.

⁹⁴ Vgl. zur Gruppenbildung durch gemeinsamen Aktienerwerb 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 einen Bridge Loan gewährt hatten; keine Gruppe dagegen bilden Investoren dann, wenn der Sanierungsplan vom Unternehmen selbst oder einer Investmentbank entwickelt wurde und die Investoren dann individuell vom Unternehmen bzw. von einer Investmentbank angegangen werden. In der Gruppenmeldung müssen diejenigen Konzerngesellschaften aufgeführt werden, die tatsächlich Aktien halten. Die übrigen Konzerngesellschaften müssen dagegen nicht aufgeführt werden; Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 20. März 2000 (I/00).

⁹⁵ Vgl. BGE 130 II 549 f.

⁹⁶ Vgl. Empfehlung A-02-12 der OLS SIX im Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.

Gruppenmitgliedern eine bestimmte Anzahl Aktien zu erwerben, nicht, um die Meldepflicht auszulösen. Eine Meldepflicht kann immer nur entstehen, wenn die betreffenden Gruppenmitglieder schon bei der Entstehung der Gruppe Aktien halten, und dieser Bestand einen der Grenzwerte übersteigt. Andernfalls entsteht die Meldepflicht erst, wenn Mitglieder der Gruppe Verträge abschließen, mit denen sie direkten oder indirekten Besitz an Aktien erwerben bzw. meldepflichtige Derivate kaufen⁹⁷. Die Meldepflicht von Sub-Underwritern entsteht erst in dem Zeitpunkt, in dem sie das Sub-Underwriting Agreement tatsächlich unterschreiben.

1.4 Erbgemeinschaften, Familienbesitz

Werden Aktien von einer Erbgemeinschaft gehalten, so bildet diese eine Gruppe, die meldepflichtig ist⁹⁸. Dies weil die Erben im Rahmen der Erbgemeinschaft nur gemeinsam über die betreffenden Aktien verfügen können und entsprechend auch die Rechte an diesen Aktien gemeinsam ausüben. Die Meldepflicht entsteht bei Erbgemeinschaften 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 Erbgemeinschaft mangels Testamentseröffnung allenfalls noch nicht im Detail feststeht⁹⁹.

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. Selbstverständlich bilden Familienmitglieder aber dann eine Gruppe, wenn sie bezüglich ihrer Aktien eine vertragliche Bindung eingehen oder ihr Stimmverhalten nach den oben dargestellten Grundsätzen zur gemeinsamen Beeinflussung des Unternehmens abstimmen¹⁰⁰.

⁹⁷ Vgl. Empfehlung A-09-12 der OLS-SIX; Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.2.1.2

⁹⁸ Vgl. Jahresbericht 2000, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.3; Empfehlung A-11-2012 der OLS-SIX, Jahresbericht 2012 OLS-SIX Ziff. 3.2.4 (S- 56)

⁹⁹ Empfehlung A-11-2012 der OLS-SIX, Jahresbericht 2012 OLS-SIX Ziff. 3.2.4 (S- 56); in diesem Bereich eröffnen sich im Zusammenhang mit dem Erbrecht Probleme. Ein Erbe kann aufgrund der Universalsukzession im Todesfall Mitglied einer Gruppe werden, bevor ihm dies selbst bewusst ist, sei es, dass er noch keine Kenntnis vom Tod des Erblassers hat, sei es, dass ihm das Testament, das ihn begünstigt, unbekannt ist. In diesen Fällen besteht zwar eine Meldepflicht vom Zeitpunkt der Universalrechtsnachfolge an, eine Bestrafung wegen fahrlässiger oder gar vorsätzlicher Verletzung der Meldepflicht ist aber nicht möglich, da es den betroffenen Personen am subjektiven Tatbestand fehlt.

¹⁰⁰ Jahresbericht 2000, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.5; etwas undifferenziert noch SWX, Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, S. 13.

1.5 Konzernverhältnisse

Gesellschafter, die im Konzernverhältnis stehen, d. h. von einer Person durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise beherrscht werden¹⁰¹, bilden eine Gruppe.

Pensionskassen, die für die Arbeitnehmer einer Gesellschaft bzw. eines Konzerns die Altersvorsorge sicherstellen, bilden zusammen mit der betreffenden Gesellschaft bzw. dem Konzern keine Gruppe, weil Pensionskassen von ihrem Stiftungsrat rechtlich selbständig geführt werden und der Arbeitgeber keine Kontrolle über das Stimmverhalten des Stiftungsrates hat.

Eine Konsolidierungspflicht kann sich dagegen bei patronalen Stiftungen ergeben, deren Leitungsorgan allein vom Arbeitgeber bestimmt wird¹⁰².

Die oben dargestellten Regeln über Konzernmeldungen gelten nur dann, wenn die Obergesellschaft des Konzerns nicht durch eine natürliche Person oder eine Gruppe natürlicher Personen beherrscht wird. Liegt eine derartige Beherrschung vor, so muss die betreffende natürliche Person bzw. Gruppe den Gesamtbestand des Konzerns als indirekt gehaltene Aktien melden.

1.6 Banken, Vermögensverwalter und Kunden

Banken bzw. Vermögensverwalter bilden mit ihren Kunden keine Gruppe, wenn zwischen der Bank bzw. dem Vermögensverwalter und den Kunden keine Vereinbarungen über die Ausübung der Stimmrechte abgeschlossen werden¹⁰³, die eine Koordination der Stimmrechte erlauben.

1.7 Berater und Mitarbeiter

Gemäss Art. 11 Abs. 2 UEV wird von Vertretern und Beratern eines Aktionärs nicht vermutet, dass sie in gemeinsamer Absprache oder in organisierten Gruppen mit dem Aktionär handeln¹⁰⁴. Das Gleiche gilt grundsätzlich auch für Mitarbeiter eines Aktionärs. Dieser Grundsatz, der im Übernahmerecht entwickelt worden ist, gilt auch bezüglich der Meldepflicht, da Mitarbeiter, Vertreter und Berater zwar ihren Auftrags- bzw. Arbeitgeber Dienstleistungen erbringen, aber ihre persönlichen Vermögensverhältnisse nicht nach diesem ausrichten¹⁰⁵.

Die Vermutung, dass Vertreter, Berater und Mitarbeiter nicht Teil einer Gruppe sind, kann allerdings umgestossen werden, wenn durch das Verhalten dieser Personen klar wird, dass Berater bzw. Mitarbeiter ihren Aktienbesitz in Ab-

¹⁰¹ Vgl. dazu oben Ziff. II.C.2.

¹⁰² Jahresbericht 2002, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.4.

¹⁰³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. März 2003 i.S. Swiss Value (E. 1).

¹⁰⁴ Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 4.2).

¹⁰⁵ Gerade bei Arbeitnehmern wäre der Einbezug in die Meldepflicht letztlich auch ein unzumutbarer Eingriff in die persönlichen Verhältnisse, der über das Arbeitsverhältnis hinausgeht.

stimmung mit den Zielen des betreffenden Aktionärs verwenden oder ihre Beteiligung sogar auf Weisung des betreffenden Aktionärs erworben haben.

2. Meldepflicht der Gruppe

Wenn eine Anzahl von Personen als Gruppe von der Meldepflicht erfasst wird, so ist ihr Gesamtbestand an Aktien und meldepflichtigen Derivaten für die Beurteilung der Grenzwerte massgebend. Entsprechend sind Veränderungen dieser Gesamtzahl meldepflichtig, soweit sie einen der oben erwähnten Grenzwerte über- bzw. unterschreiten. Dagegen sind der Erwerb und die Veräusserung von Aktien innerhalb der betreffenden Gruppe nicht meldepflichtig, selbst wenn diese Transaktionen dazu führen, dass ein einzelnes Mitglied der Gruppe einen Grenzwert über- oder unterschreitet¹⁰⁶.

3. Auslösung der Meldepflicht bei Gruppen

Bei Gruppen wird die Meldepflicht dadurch ausgelöst, dass der Gesamtbestand der Gruppe durch eine der in Abschnitt II.D. dargestellten Transaktionen einen der massgebenden Grenzwerte über- bzw. unterschreitet. Zusätzlich kann sich die Meldepflicht bei einer Gruppe aber auch noch aus folgenden Gründen ergeben:

3.1 Bildung einer Gruppe

Sobald sich eine Gruppe bildet, weil Aktionäre einer Gesellschaft eine Absprache über die gemeinsame Ausübung von Stimmrechten bzw. die Veräusserung oder den Erwerb von Aktien treffen und diese Gruppe einen der massgebenden Grenzwerte überschreitet, müssen die Bildung dieser Gruppe und ihr Bestand gemeldet werden. Die Pflicht zur Meldung ergibt sich allein aus der Tatsache, dass sich eine Gruppe gebildet hat und besteht auch dann, wenn die Mitglieder der Gruppe in diesem Zeitpunkt weder Aktien erworben noch veräussert haben.

3.2 Änderungen in der Zusammensetzung der Gruppe

War eine Gruppe aufgrund ihres Gesamtbestandes bereits meldepflichtig und ändert sich nachträglich ihr Mitgliederbestand, weil einzelne Mitglieder durch Veräusserung ihrer Aktien austreten oder neue Mitglieder zur Gruppe stossen, indem sie den entsprechenden Vereinbarungen beitreten, so muss diese Änderung gemeldet werden, auch wenn der neue Bestand an Aktien keinen neuen Grenzwert überschreitet¹⁰⁷. Die Meldepflicht besteht auch dann, wenn der betreffende Ein- bzw. Austritt von Mitgliedern nicht zu einer Änderung am gesamten Aktienbestand der Gruppe führt, weil die betreffenden Personen bei ei-

¹⁰⁶ Art. 10 Abs. 4 BEHV-FINMA. Ein Beispiel einer Meldung betreffend freies Verschieben von Aktien in einer Gruppe ist die Meldung der LGT Capital Management AG vom 12. Juli 1999.

¹⁰⁷ Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 3. Dezember 2013 (III/13).

nem Ein- bzw. Austritt ihre Aktien von anderen Gruppenmitgliedern erworben bzw. an andere Gruppenmitglieder veräussert haben¹⁰⁸.

3.3 Änderung der vertraglichen Vereinbarung

Ändern die an einer meldepflichtigen Gruppe beteiligten Personen ihre vertragliche Absprache in wesentlicher Weise, so muss diese Änderung auch dann gemeldet werden, wenn am gesamten Aktienbestand der Gruppe keine Veränderung eintritt¹⁰⁹. Dementsprechend ist eine Gruppe z.B. zu einer Meldung verpflichtet, wenn sie den der Gruppenbildung zugrunde liegenden Aktionärsbindungsvertrag dahingehend ändert, dass die Stimmbindung wegfällt oder Vorkaufsrechte aufgehoben bzw. derartige Bestimmungen neu eingeführt werden.

¹⁰⁸ Bei einer sehr grossen Anzahl von Mitgliedern müssen Änderungen im Bestand der Mitglieder nicht veröffentlicht werden. Die Meldung an die Offenlegungsstelle genügt. Diese entscheidet dann über die Meldung an die Öffentlichkeit. Jahresbericht 2000, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.4.

¹⁰⁹ Art. 10 Abs. 5 BEHV-FINMA.

E. DIE AUSLÖSUNG DER MELDEPFLICHT

- Die Meldepflicht wird ausgelöst, wenn eine Person durch direkten oder indirekten Erwerb von Aktien bzw. meldepflichtigen Derivaten einen der massgebenden Grenzwerte überschreitet. Als indirekter Erwerb gilt dabei jede Transaktion, mit der eine Person zum "Ultimate Beneficial Owner" wird, d. h. die Möglichkeit erhält, Stimmrechte im eigenen Interesse auszuüben bzw. über deren Ausübung zu bestimmen (Erwerb durch Treuhänder oder durch eine beherrschte juristische Person; Erwerb einer juristischen Person, die Aktien hält).
- Massgebend für die Meldepflicht ist der Zeitpunkt, in dem die betreffende Person einen durchsetzbaren Anspruch auf die betreffenden Aktien bzw. auf eine Rechtsposition erhalten hat, die als indirekter Erwerb betrachtet werden kann. Die Meldung muss daher beim Abschluss des entsprechenden Vertrages erfolgen und nicht erst bei dessen Erfüllung durch die tatsächliche Übertragung der Aktien.

1. Direkter und indirekter Erwerb

Nach dem Prinzip, dass die wirtschaftlich berechtigte Person meldepflichtig ist, löst nicht nur der direkte Erwerb¹¹⁰ von Aktien und meldepflichtigen Derivaten die Meldepflicht aus. Auch der indirekte Erwerb, der nicht die formelle Aktionärsenschaft bzw. die direkte Berechtigung an den betreffenden Derivaten verschafft, sondern nur die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die betreffenden Aktien bzw. Derivaten gewährt, löst die Meldepflicht aus. Gemäss Art. 9 BEHV-FINMA gelten als indirekter Erwerb insbesondere:

- der Erwerb über einen Treuhänder der auf Rechnung des wirtschaftlich Berechtigten handelt;
- der Erwerb und die Veräusserung durch eine direkt oder indirekt beherrschte¹¹¹ juristische Person;
- der Erwerb einer beherrschenden Beteiligung an einer juristischen Person, die Aktien an einer kotierten Gesellschaft hält.

Letztlich gilt jede Transaktion als indirekter Erwerb, bei der der Erwerber im Sinne der oben dargestellten Regeln zum "Ultimate Beneficial Owner" wird, d.h. das Recht erhält, Stimmen bzw. meldepflichtige Derivate im eigenen Inte-

¹¹⁰ Als direkter Erwerb gilt nicht nur der Kauf, sondern auch der Vermögensübergang durch Übergang durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht sowie auch der Erwerb in der Zwangsvollstreckung.

¹¹¹ Vgl. zur Beherrschung oben Ziff. II.C.2.

resse auszuüben bzw. ausüben zu lassen. Ein Rechtsgeschäft, mit dem sich eine Person verpflichtet, die Stimmrechte nach den Instruktionen des Aktionärs an einer Generalversammlung auszuüben, stellt dagegen gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA keinen indirekten Erwerb dar¹¹².

2. Das massgebende Erwerbsgeschäft

Ein meldepflichtiger direkter oder indirekter Erwerb liegt gemäss Art. 11 BEHV-FINMA vor, wenn der Erwerber durch Vertrag oder auf andere Weise einen durchsetzbaren Anspruch auf die betreffenden Aktien und/oder Derivate bzw. auf eine Rechtsposition erhalten hat, welche als indirekter Erwerb betrachtet werden kann.

Beim Erwerb von Aktien ist für den Zeitpunkt der Meldung daher nicht die Übertragung der Aktien massgebend, sondern bereits das Verpflichtungsgeschäft, mit dem sich eine Partei zur Übertragung der betreffenden Aktien verpflichtet¹¹³. Das Verfügungsgeschäft, d. h. die Erfüllung der betreffenden Vereinbarung durch Übertragung von Eigentum, ist dagegen nicht separat meldepflichtig, auch wenn zwischen dem Abschluss des Verpflichtungsgeschäftes und seinem Vollzug ein grösserer Zeitabstand liegen sollte.

Eine unverbindliche Abrede, wie insbesondere eine Absichtserklärung, die weder über die Aktien selbst noch über die Stimmrechte eine Verfügungsmacht verschafft und auch keine vertraglichen Rechte im Sinne eines Derivats zur Entstehung bringt, sondern nur allenfalls später zum Abschluss eines Vertrages führt, stellt dagegen gemäss Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA kein meldepflichtiges Erwerbsgeschäft dar. Selbstverständlich unterliegt in diesen Fällen aber der spätere Abschluss eines verbindlichen Vertrages der Meldepflicht. Da die EBK in ihrer Praxis aber einen äusserst weiten Begriff des "indirekten Haltens" verwendet hat und eine entsprechende Meldepflicht schon dann annahm, wenn aufgrund eines Rechtsverhältnisses oder den faktischen Umständen die Möglichkeit eines späteren Erwerbs bestand, sollten sich Marktteilnehmer nicht auf diese Bestimmung verlassen¹¹⁴. Investoren sollten daher zumindest formelle Absichtserklärungen konsequent melden, um die Sanktionen zu vermeiden, die sich bei einer Verletzung der Meldepflicht ergeben können.

¹¹² Vgl. dazu oben Ziff. II.C.1.

¹¹³ Auch bedingte Transaktionen lösen die Meldepflicht aus (Jahresbericht 2002, Offenlegungsstelle SWX), wobei allerdings gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA Ausnahmen oder Erleichterungen von der Meldepflicht möglich sind.

¹¹⁴ Die Offenlegungsstelle der SIX hat sich auch schon auf den Standpunkt gestellt, dass die Parteien einer Absichtserklärung eine Gruppe bilden. Diese Position ist meines Erachtens aber unrichtig, solange die Beteiligten einen Austausch (Kauf bzw. Verkauf von Titel von Aktien gegen Zahlung) von Leistungen und nicht eine Zusammenarbeit anstreben.

3. Die Ausübung und der Verfall von Derivaten

Wie in Ziff. II.B.4. vorne dargestellt, lösen Ausübung und Verfall von Derivaten ebenfalls wieder die Meldepflicht aus, da diese Vorgänge den Erwerbs- und Veräusserungsbestand bzw. den separat meldepflichtigen Aktienbestand verändern. Eine Meldepflicht entsteht in einem solchen Fall jeweils dann, wenn diese Veränderung dazu führt, dass einer der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte erreicht bzw. über- oder unterschritten wird.

4. Überschreiten der Grenzwerte durch Veränderungen in der Kapitalstruktur

Die Meldepflicht wird gemäss Art. 16 lit. a Ziff. 1 BEHV-FINMA nicht nur ausgelöst, wenn Rechtsgeschäfte der meldepflichtigen Person zu einer Überschreitung der oben dargestellten Grenzwerte führen, sondern auch wenn sich die Gesamtzahl der Stimmrechte verändert und der Stimmenanteil des betreffenden Aktionärs deshalb so stark zu- oder abnimmt, dass ein Grenzwert über- bzw. unterschritten wird.

In diesem Sinne können insbesondere Erhöhungen und Herabsetzungen des Aktienkapitals sowie Verschiebungen bei den Stimmrechten, etwa durch die Umwandlung von Partizipationsscheinen in stimmberechtigte Aktien oder die Aufhebung von Stimmrechtsaktien, eine Meldepflicht auslösen: Entsprechend wird die Meldepflicht beispielsweise ausgelöst, wenn die 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 oben erwähnten Grenzwerte überschreitet¹¹⁵. 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 verringert, dass er unter einen der obigen Grenzwerte fällt und die Meldepflicht ausgelöst wird. 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 Stimmrechtanteils führen. Entscheidend für die Auslösung der Meldepflicht ist dabei nicht der Zeitpunkt, in dem die betreffende Generalversammlung den Beschluss über die Änderung der Kapitalstruktur fasst, sondern die Eintragung im Handelsregister.

¹¹⁵ Massgebend für die Meldung ist dabei der Zeitpunkt, in dem die Kapitalerhöhung im Handelsregister eingetragen wird.

F. AUSNAHMEN VON DER MELDEPFLICHT

- *Von der Meldepflicht generell ausgenommen sind alle Überschreitungen der relevanten Grenzwerte, die innert des gleichen Handelstages wieder durch entsprechende Gegentransaktionen aufgehoben werden (Intraday Geschäfte).*
- *Banken- und Effekthändler sind für Handelsbestände von bis zu 5% sowie für Bestände, die sie im Rahmen des Securities Lending von Sicherungsübereignungen und ähnlichen Transaktionen bis zur Höhe von 5% halten sowie auch für Bestände, die sie zur Abwicklung von Geschäften für höchstens drei Börsentagen halten, von der Meldepflicht ausgenommen, sofern der Gesamtbestand 10% der Stimmrechte nicht übersteigt und die betreffende Bank bzw. der Effekthändler keine Absicht haben, die Stimmrechte auszuüben oder die Gesellschaft anderweitig zu beeinflussen. Da der Begriff der anderweitigen Beeinflussung sehr weit ist (z.B. können auch Äusserungen von Analysten darunter fallen), empfiehlt es sich aus Risikoüberlegungen nicht, diese Ausnahme zu beanspruchen.*
- *Die Offenlegungsstelle der betreffenden Börse kann zusätzlich aus wichtigen Gründen Ausnahmen von der Meldepflicht gewähren. Derartige Ausnahmen werden insbesondere in folgenden Situationen gewährt:*
 - *Der Aktienbesitz liegt nur kurzfristig über einem Grenzwert;*
 - *Der Erwerber beabsichtigt nicht, die Stimmrechte auszuüben;*
 - *Das Erwerbsgeschäft unterliegt Bedingungen, deren Eintritt unsicher ist; in diesem Fall löst allerdings der Eintritt einer Bedingungen die Meldepflicht aus;*
 - *Eine Gesellschaft bewirtschaftet einen Handelsbestand an eigenen Aktien, so dass dieser dauernd in der Nähe eines Grenzwertes schwankt; in der entsprechenden Ausnahme wird ein "Korridor" um diesen Grenzwert definiert, in dem Schwankungen keine Meldepflicht auslösen.*
- *Das Gesuch um eine Ausnahme von der Meldepflicht ist vor dem Abschluss der meldepflichtigen Transaktion zu stellen. Auf nachträgliche Gesuche tritt die Offenlegungsstelle nicht ein.*
- *Bei Emissionen kotierter Wertpapiere besteht eine Meldepflicht für Banken und Effekthändler, welche die betreffenden Titel halten. Diese Pflicht wird durch die Publikation der Syndikatsteilnehmer im Prospekt erfüllt.*

1. Tagesgeschäfte

Gemäss Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA ist ein vorübergehendes Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Grenzwertes innerhalb eines Börsentages nicht meldepflichtig. Dementsprechend unterliegt ein Aktionär keiner Meldepflicht, wenn er die Transaktion, die zur Überschreitung bzw. Unterschreitung eines

Grenzwertes führt, innerhalb des gleichen Börsentages durch eine andere Transaktion kompensiert¹¹⁶.

2. Ausnahmen für Banken und Effekthändler

Neben der Ausnahme für Intraday Geschäfte, welche für alle Marktteilnehmer gilt, gibt es zusätzliche Ausnahmen, die nur für Banken und Effekthändler¹¹⁷ gelten. Diese Ausnahmen werden gewährt, um Banken, die aktiv mit Aktien oder meldepflichtigen Derivaten handeln, nicht mit Meldepflichten zu belasten, soweit sie nicht die Absicht haben, die Stimmrechte an den von ihnen gehaltenen Aktien auszuüben. Art. 18 BEHV-FINMA sieht im Einzelnen folgende Ausnahmen von der Meldepflicht vor, wobei die Offenlegungsstelle der SIX in der Praxis diese Ausnahmen in ihrer Mitteilung I/08 detailliert dargestellt hat¹¹⁸:

2.1 Handelsbestände

Soweit Banken und Effekthändler Aktien bzw. Derivate im Handelsbestand halten, sind sie gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA bis zu einem Grenzwert von 5% von der Meldepflicht ausgenommen. Bei der Berechnung dieses Grenzwertes von 5% werden Erwerbs- und Veräusserungspositionen separat betrachtet, sodass eine Bank bzw. ein Effekthändler je bis zu 4.9% Veräusserungs- und Erwerbspositionen im Handelsbestand halten kann, ohne dass eine Meldung notwendig wäre. Erreicht eine dieser Positionen den Grenzwert von 5%, so müssen aber beide Positionen gemeldet werden.

Als Handelsbestände gelten gemäss Art. 14 lit. e BankV Bestände, die bewirtschaftet werden, um durch die Ausnützung von kurzfristigen Schwankungen Gewinne zu realisieren. Bestände, die im Rahmen von Stützungskäufen nach einer Emission aufgebaut werden, gelten dagegen nicht als Handelsbestände, da bei diesen das Element der kurzfristigen Ausnützung von Schwankungen fehlt.

2.2 Securities Lending und Sicherungsgeschäfte

Gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA sind auch Aktien sowie meldepflichtige Derivate, die eine Bank oder ein Effekthändler im Rahmen von Securities Lending, Sicherungsübereignung oder ähnlichen Geschäften¹¹⁹ halten, nicht der Meldepflicht unterworfen, sofern dieser Anteil 5% der Stimmrechte nicht erreicht.

¹¹⁶ Als Börsentag gilt jeweils der gesamte Kalendertag nach MEZ, unabhängig davon, wo die betreffende Transaktion tatsächlich durchgeführt wird.

¹¹⁷ Als Banken und Effekthändler gelten Personen, welche die entsprechenden Bewilligungen gemäss BankG bzw. BEHG erlangt haben; im Sinne des Steuergesetzes bzw. des Einkommenssteuerrechtes können sie sich dagegen nicht auf diese Ausnahmen berufen.

¹¹⁸ Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 18. April 2008.

¹¹⁹ Repo Transaktionen etc.

2.3 Abwicklungstransaktionen

Sofern eine Bank bzw. ein Effektenhändler zum Zweck der Abrechnung oder Abwicklung von Geschäften Aktien bzw. meldepflichtige Derivate während höchstens drei Börsentagen hält, so unterliegt der betreffende Bestand gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA nicht der Meldepflicht. Diese Ausnahme kann insbesondere dann beansprucht werden, wenn eine Bank bzw. ein Effektenhändler bei einer Emission oder einer Platzierung während einer kurzen Frist Aktien im eigenen Namen bzw. auf eigene Rechnung hält. Im Gegensatz zu den Ausnahmen für Handelsbestände sowie Securities Lending und Sicherungsgeschäfte ist diese Ausnahme nicht auf 5% beschränkt. Die einzige quantitative Beschränkung ergibt sich aus der unten erwähnten Gesamtobergrenze von 10% für sämtliche Ausnahmen.

2.4 Gesamtgrenze von 10% / keine Absicht zur Stimmrechtsausübung

Für die Ausnahmen, die individuellen Banken und Effektenhändlern gewährt werden, gilt gemäss Art. 18 Abs. 2 BEHV-FINMA pro Bank bzw. Effektenhändler eine Gesamtobergrenze von 10%. Auch dieser Grenzwert kann separat für Erwerbs- und Veräusserungspositionen beansprucht werden, sodass eine Bank bzw. ein Effektenhändler im Rahmen der oben dargestellten Ausnahmen bis zu 9.9% Erwerbs- und 9.9% Veräusserungspositionen halten kann. Übersteigt der Bestand einer Bank bzw. eines Effektenhändlers diesen Grenzwert, so ist das betreffende Finanzinstitut verpflichtet, eine Meldung zu machen, selbst wenn es sich bezüglich des gesamten Bestandes auf die oben dargestellten Ausnahmen berufen kann. Art. 18 Abs. 2 BEHV-FINMA sieht im Weiteren auch vor, dass diese Ausnahmen nicht beansprucht werden können, wenn eine Bank bzw. ein Effektenhändler die Absicht hat, die Stimmrechte auszuüben oder anderweitig auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen. Diese Bedingung macht diese Ausnahme äusserst problematisch, da der Begriff der "anderweitigen" Einflussnahme äusserst breit interpretiert werden kann: Letztlich dürfte bereits eine Äusserung eines Analysten der Bank über die Gesellschaft genügen, um eine Ausnahme zu verunmöglichen. Da die Entscheide der FINMA in diesem Bereich nicht vorhersehbar und Strafen für Verletzung der Meldepflicht drakonisch sind¹²⁰, empfiehlt es sich in der Praxis, diese Art von Ausnahmen nicht wahrzunehmen, sondern sämtliche Überschreitungen von Grenzwerten gemäss Art. 20 BEHG konsequent zu melden.

3. Die Gewährung von Ausnahmen und Erleichterungen durch die Offenlegungsstelle

Die oben dargestellten, generellen Ausnahmen werden dadurch ergänzt, dass die Offenlegungsstelle auf individueller Basis Ausnahmen gewähren kann.

¹²⁰ Dazu im Einzelnen Ziff. II.G.6. hinten.

3.1 Gründe für Ausnahmen

Gemäss Art. 24 BEHV-FINMA können die Offenlegungsstellen der Börsen aus wichtigen Gründen Ausnahmen oder Erleichterungen von der Melde- und Veröffentlichungspflicht gewähren. Derartige Ausnahmen werden nur gewährt, wenn die Offenlegung keine für die Anleger nützlichen Informationen bringt oder eine Offenlegung aus bestimmten Gründen für die zur Offenlegung verpflichtete Person zu einem übermässigen Aufwand führt. Im Sinne dieser Grundsätze werden Ausnahmen insbesondere in folgenden Situationen bewilligt:

3.1.1 Kurzfristige Überschreitung der Grenzwerte

Wenn eine Person Aktien nur sehr kurzfristig hält, kann die Offenlegungsstelle gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA eine Ausnahme gewähren. In der Praxis werden Ausnahmen aufgrund kurzfristigen Besitzes allerdings nur gewährt, wenn in dieser Zeit die Stimmrechte nicht ausgeübt werden. Werden Stimmrechte ausgeübt, so geht die Offenlegungsstelle der SIX davon aus, dass der betreffende Aktienbesitz für die anderen Aktionäre relevant ist und deshalb gemeldet werden muss. Die SIX ist deshalb bei den unten dargestellten Kapitalmarkttransaktionen allerdings ohnehin äusserst zurückhaltend bei der Gewährung derartiger Ausnahmen, da sie davon ausgeht, dass die Offenlegung die betroffenen Parteien wenig belastet und daher das Interesse der Marktteilnehmer an Informationen im Allgemeinen überwiegt.

3.1.2 Kurzfristiges Überschreiten der Grenzwerte im Zusammenhang mit Kapitalmarkttransaktionen

Die Offenlegungsstelle der SIX hat in ihrer Mitteilung I/09¹²¹ die Voraussetzungen dargelegt, unter denen sie bei Kapitalmarkttransaktionen Ausnahmen bzw. Erleichterungen von der Meldepflicht gewährt. Im Einzelnen handelt es sich dabei um folgende Punkte:

– Meldepflicht bei IPO

Aktionäre, die im Zeitpunkt der Neukotierung von Aktien einen der Grenzwerte von Art. 20 BEHG überschreiten¹²², unterliegen der Meldepflicht. Sie können diese Meldepflicht allerdings dadurch erfüllen, dass ihre Bestände im Platzierungsprospekt aufgeführt werden¹²³. Die Gesellschaft selbst muss diese Angaben dann innert zwei Börsentagen nach der Kotierung über die elektronische Veröffentlichungsplattform publizieren, sodass sie auch für die Marktteilnehmer zugänglich sind, die den Prospekt nicht konsultieren.

¹²¹ Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 7. April 2009 (I/09).

¹²² Massgebend sind dabei die Beteiligungen nach Platzierung von Aktien beim Publikum.

¹²³ Dabei müssen allerdings alle Angaben gemacht werden, die bei einer normalen Meldung notwendig sind.

– **Meldepflicht bei Kapitalerhöhung**

Überschreiten Aktionäre im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung einen der gemäss Art. 20 BEHG massgeblichen Schwellenwerte, unterliegen sie der Meldepflicht¹²⁴. Die betroffenen Aktionäre können diese Meldepflicht dadurch erfüllen, dass sie die bei einer Meldung notwendigen Angaben im Kotierungsprospekt machen. Die Gesellschaft selbst muss dann diese Informationen innert zwei Börsentagen nach der Kapitalerhöhung in der elektronischen Veröffentlichungsplattform publizieren, damit diese Informationen auf dieser Plattform allen Anlegern zugänglich sind.

– **Bezugsrechte**

Die Zuteilung von Bezugsrechten im Rahmen einer Kapitalerhöhung ist dagegen nie meldepflichtig¹²⁵. Weder muss der Erhalt der Bezugsrechte, noch der Verkauf gemeldet werden. Der Erwerb von Bezugsrechten am Markt ist dagegen meldepflichtig. Die Bezugsrechte stellen Optionen dar, die als Erwerbsposition gemeldet werden müssen, wenn der Erwerber einen der nach Art. 20 BEHG massgebenden Grenzwert erreicht oder überschreitet. Die Ausübung von erworbenen Bezugsrechten kann dazu führen, dass die Aktienposition des betreffenden Aktionärs allein einen Grenzwert überschreitet und er somit für diese noch nach der Ausübung eine zweite Meldung machen muss.

– **Festübernahme bei Emissionen**

Bei IPO¹²⁶ und Kapitalerhöhung übernehmen Banken und Effektenhändler vom Unternehmen einen Teil der neu ausgegebenen Aktien und bieten diese Anlegern bzw. im Falle von Bezugsrechtsemissionen den bestehenden Aktionären zum Kauf an. Soweit die von Banken und Effektenhändlern übernommenen Anteile einen Grenzwert gemäss Art. 20 BEHG überschreiten, unterstehen die betreffenden Banken und Effektenhändler der Meldepflicht. Soweit eine Festübernahme durch ein Konsortium gemacht wird, bilden die Banken und Effektenhändler, welche Mitglied dieses Konsortiums sind, eine meldepflichtige Gruppe. Gemäss Mitteilung I/09 der Offenlegungsstelle der SIX kann ein derartiges Konsortium die Meldepflicht erfüllen, indem sie im Prospekt mindestens folgende Angaben macht:

- Bezeichnung aller Mitglieder des Konsortiums, welche eine Quote zur Platzierung übernehmen¹²⁷;

¹²⁴ Zu einer derartigen Situation kommt es, wenn ein Aktionär Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechtes der anderen Aktionäre zeichnet, sodass sich seine Beteiligung im Rahmen der Kapitalerhöhung überproportional erhöht.

¹²⁵ Vgl. Empfehlung der OLS SIX A-02-12, Jahresbericht 2012, OLS SIX Ziff. 3.2.1.1 (S. 20).

¹²⁶ Bei einem IPO kommt es allerdings nur dann zur Meldepflicht, wenn die betreffenden Banken und Effektenhändlern die Aktien über den Zeitpunkt der Kotierung hinaus halten.

¹²⁷ Jeweils mit Sitz und vollständiger Adresse.

- Art und Anzahl der durch das Konsortium maximal übernommenen bzw. zu übernehmenden Aktien;
- Der Stimmrechtsanteil der maximal übernommenen Aktien;
- Zeitraum, für den das Konsortium die fest übernommenen Aktien voraussichtlich hält.

Die Beteiligung des Konsortiums bzw. einzelner Banken an einer Emission muss von der kotierten Gesellschaft nicht über die elektronische Veröffentlichungsplattform offengelegt werden. In diesem Fall bleibt es allein bei der Information im Prospekt.

– **Over-allotment Option ("Greenshoe")**

Werden bei einem IPO Aktien bestehender Aktionäre platziert, so räumen diese dem Konsortium, das die Aktien platziert, meistens eine Over-allotment Option¹²⁸ ein. Das Konsortium ist in diesem Falle berechtigt, zusätzliche Aktien zu beziehen und zu platzieren, falls die Nachfrage höher ist, als die ursprünglich für die Emission vorgesehene Anzahl Aktien. Die Einräumung einer derartigen Option muss von den Beteiligten gemeldet werden. Dabei müssen die Altaktionäre, welche die Option eingeräumt haben, eine Veräusserungsposition melden, während das Bankenkonsortium eine entsprechende Erwerbsposition melden muss.

– **Lock-up-Gruppen**

Gehen Aktionäre bei einem IPO oder einer Kapitalerhöhung gegenüber der Gesellschaft die Verpflichtung ein, ihre Aktien während einer bestimmten Zeit nicht zu veräussern, so bilden sie, wie vorne dargestellt, eine Gruppe gemäss Art. 10 BEHV-FINMA und müssen dementsprechend eine Gruppenmeldung machen. Die Offenlegungsstelle der SIX sieht in ihrer Mitteilung I/09 vor, dass diese Meldepflicht wie folgt erfüllt werden kann:

- Die genaue Dauer der Lock-up-Vereinbarung ist offenzulegen – bei unterschiedlichen Laufzeiten muss für jede Laufzeit angegeben werden, welche Personen mit welchen Beteiligungen verpflichtet sind.
- Die Anzahl der Aktionäre und die Art und Anzahl der von der Lock-up-Vereinbarung betroffenen Beteiligungspapiere sowie der gesamte Stimmrechtsanteil müssen offengelegt werden. Nur die Aktionäre, welche einzeln direkt oder indirekt einen Stimmrechtsanteil von mindestens 3% halten, müssen individuell offengelegt werden. Auf die Offenlegung der anderen Aktionäre kann verzichtet werden.
- Die Meldung ist auf der elektronischen Veröffentlichungsplattform zu melden. Nach Ablauf der Lock-up-Periode muss die Auflösung der Gruppe ebenfalls gemeldet werden, wobei die Aktionäre, die nach der

¹²⁸ Mehrzuteilungsoption / "Greenshoe".

Auflösung der Gruppe individuell mehr als 3% der Aktien halten, darauf eine individuelle Meldung abgeben müssen.

3.1.3 Keine Absicht zur Stimmrechtsausübung

Die Offenlegungsstelle kann gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. d BEHV-FINMA auch eine Ausnahme gewähren, wenn der Aktienbesitz einer Person einen der massgebenden Grenzwerte während längerer Zeit überschreitet, solange die betreffende Person nicht die Absicht hat, die Stimmrechte auszuüben. Bisher wurden in der Praxis allerdings meines Wissens noch keine Ausnahmegewilligungen an Personen erteilt, welche Aktien während längerer Zeit hielten¹²⁹. Die Gewährung einer derartigen Ausnahme würde letztlich auch dazu führen, dass die Beherrschungsverhältnisse an einer Gesellschaft nicht richtig dargestellt werden¹³⁰.

3.1.4 Bedingte Käufe

Die Offenlegungsstelle kann gemäss Art. 24 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA auch eine Ausnahme gewähren, wenn ein Vertrag zum Erwerb von Aktien unter einer Bedingung geschlossen worden ist, deren Eintritt unsicher ist. In diesem Fall kann die Offenlegungsstelle dem betreffenden Erwerber erlauben, den Erwerb erst zu melden, wenn die Bedingung eingetreten und der Vertrag damit rechtsgültig geworden ist.

Ein Beispiel einer derartigen Ausnahme sind Sub-Underwriting-Verträge bei Emissionen von Aktien. Da bei derartigen Verträgen unsicher ist, wie viele Aktien der Sub-Underwriter übernehmen muss und der Erwerb von Aktien eher unwahrscheinlich ist, gewährt die Offenlegungsstelle der SIX insofern eine Ausnahme, als der Abschluss von Sub-Underwriting Verträgen nicht meldepflichtig ist. Die Meldepflicht entsteht erst, wenn feststeht, dass der Sub-Underwriter tatsächlich eine bestimmte Anzahl von Aktien erwirbt, d. h. am Ende der Bezugsfrist¹³¹.

3.1.5 Unsicherheit bei Erbengemeinschaften

Bei einem Erbgang sind die Erben verpflichtet, die Erbengemeinschaft als Gruppe zu melden. Ist im Anschluss an den Tod des Erblassers nicht klar, wer genau zur Erbengemeinschaft gehört, so sind einstweilen nur diejenigen Erben als Gruppenmitglieder zu melden, deren Erbenposition klar ist bzw. aufgrund der vorhandenen Dokumente klar scheint. Im Sinne einer Erleichterung erlaubt

¹²⁹ Insbesondere kann sich auch die Gesellschaft selbst nicht auf diese Ausnahme berufen, obwohl sie die Stimmrechte an ihren eigenen Aktien gemäss Art. 659 OR überhaupt nicht ausüben kann.

¹³⁰ Die Ausnahme widerspricht letztlich auch dem Grundsatz, dass alle Aktien, welche ein Stimmrecht vermitteln können, der Meldepflicht unterstehen unabhängig davon, ob das Stimmrecht im konkreten Fall ausgeübt werden kann oder die Ausübung wegen Vinkulierungsbestimmungen oder mangels Eintragung im Aktienbuch nicht möglich ist.

¹³¹ Vgl. Empfehlung A-09-12 der OLS SIX; Jahresbericht 2012, OLS SIX Ziff. 3.2.1.2.

die Offenlegungsstelle der SIX Ergänzungsmeldungen, wenn sich später Veränderungen an der Erbgemeinschaft ergeben¹³².

3.1.6 Handelsbestände

Art. 18 BEHV-FINMA gewährt nur bezüglich der Handelsbestände von Effekthändlern und Banken eine generelle Ausnahme. Hält eine Gesellschaft selbst einen Bestand eigener Aktien, die sie ähnlich wie einen Handelsbestand bewirtschaftet, so kann sie sich nicht auf diese Ausnahme berufen. Schwankt allerdings ein derartiger Bestand dauernd um einen Grenzwert, so gewährt die Offenlegungsstelle insoweit eine Ausnahme, als dass Bestandsschwankungen innerhalb einer bestimmten Bandbreite ("Korridor") nicht gemeldet werden müssen¹³³. Eine derartige Ausnahme ist auch möglich, wenn eine Gesellschaft beim Delta Hedging zur dynamischen Absicherung von Optionsprogrammen¹³⁴ einen Bestand hält, der um einen Grenzwert schwankt.

3.1.7 CoCos

Zur Verbesserung ihrer Eigenkapitalstruktur haben Banken in den letzten Jahren "CoCos" ausgegeben. Dabei handelt es sich um Obligationen, die automatisch in Aktien gewandelt werden, wenn die Eigenkapitaldeckung des Emittenten unter einen bestimmten Wert sinkt. Der Wandelpreis und damit auch die Zahl der Aktien, welche die CoCos-Inhaber erhalten, werden im Zeitpunkt der Wandlung festgelegt und hängen unter anderem vom Aktienkurs im Zeitpunkt der Wandlung ab,

Aufgrund dieser Wandelrechte müssen CoCos grundsätzlich als Erwerbssposition gemeldet werden. Da bei Wandelrechten und Derivaten die höchstmögliche Anzahl Aktien angegeben werden muss, die der Inhaber der betreffenden Derivate erwerben kann, würde die Meldung von CoCos sehr hohe Anteile ihrer Inhaber an der Gesellschaft zeigen. Da die Wandlung von Ereignissen abhängt, die selten sind und die von den Emittenten auch vermieden werden, ergibt eine derartige Meldung ein falsches Signal, da sie eine hohe Beteiligung bzw. allenfalls sogar eine Beherrschung des Emittenten durch die Inhaber der CoCos anzeigt, die gar nicht existiert. Um dieses falsche Signal zu vermeiden, gewährt die OLS-SIX bei der Emission von CoCos Ausnahmen von der Meldepflicht derartiger Instrumente¹³⁵. Die Anfrage kann auch gefiltert werden, sodass nur noch die aktuellen Meldungen gezeigt werden, was eine einfache Darstellung der aktuellen Beherrschungsverhältnisse ermöglicht.

¹³² Vgl. Empfehlung A-11-2012 der OLS-SIX, Jahresbericht 2012 OLS-SIX Ziff. 3.2.4 (S. 56).

¹³³ Jahresbericht 2002, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.1.

¹³⁴ Jahresbericht 2001, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.1.

¹³⁵ Ausnahme für CoCos: Empfehlung V-01-11 der OLS-SIX, Jahresbericht 2011 der OLS-SIX, Ziff. 3.2.2 (S. 28)

3.2 Gesuch an die Offenlegungsstelle

Das Gesuch um Gewährung einer Ausnahme oder um Erleichterung von der Meldung muss der zuständigen Offenlegungsstelle vor der Durchführung des beabsichtigten Geschäftes unterbreitet werden, da gemäss Art. 24 Abs. 2 BEHV-FINMA für bereits abgeschlossene Geschäfte keine Ausnahmen mehr gewährt werden können¹³⁶. Bei Kapitalmarkttransaktionen, die schnell abgewickelt werden müssen, genügt es allerdings nach der Praxis der Offenlegungsstelle der SIX, das Gesuch gleichzeitig mit dem Abschluss des betreffenden Geschäftes einzureichen.

Bestehen Unsicherheiten, ob eine Ausnahme bzw. Erleichterung möglich ist, so kann bei der zuständigen Offenlegungsstelle ein Vorabentscheid beantragt werden, der es den betreffenden Parteien erlaubt, ihr Vorgehen entsprechend zu strukturieren.

¹³⁶ Vgl. Empfehlung A-08-2012 der OLS-SIX, Jahresbericht 2012, OLS-SIX Ziff. 3.2.5 (S. 64).

G. INHALT DER MELDUNG, VERFAHREN UND SANKTIONEN

- *Die Börsen richten eine Offenlegungsstelle ein, welche die Meldungen entgegennimmt, über Ausnahmen entscheidet und die Publikation eingegangener Meldungen überprüft. Soweit die Offenlegungsstelle Entscheide über Bestand bzw. Nicht-Bestand der Meldepflicht oder über Ausnahmen fällt, so macht sie dies in der Form von Empfehlungen. Werden diese von den betroffenen Aktionären nicht abgelehnt, so werden sie rechtskräftig. Bei Ablehnung entscheidet die FINMA mit einer Verfügung, die beim Bundesverwaltungsgericht und letztinstanzlich beim Bundesgericht angefochten werden kann.*
- *Die Meldung muss die meldepflichtige Person bzw. Gruppe sowie die erworbenen Aktien und Derivate identifizieren; bei Derivaten sind dabei die wesentlichen Parameter anzugeben, wobei im Falle kotierter Derivate die Angabe der Wertpapiernummer genügt. Die Meldung muss innert vier Börsentagen nach Entstehen der Meldepflicht gegenüber der Gesellschaft wie auch der zuständigen Offenlegungsstelle erstattet werden. Die Gesellschaft muss die Meldung innert zwei Börsentagen auf der elektronischen Plattform der Börse veröffentlichen.*
- *Die Meldung muss nach dem "Bruttoprinzip" erfolgen: Die meldepflichtige Person muss dementsprechend immer einerseits den Erwerbs- und andererseits den Veräusserungsbestand gesondert melden. Eine Verrechnung zwischen Erwerbs- und Veräusserungsbestand ist nicht zulässig. Zusätzlich muss auch noch der Aktienbestand gemeldet werden.*
- *Verletzungen der Meldepflicht werden mit Busse geahndet, wobei sich die Busse bei einer vorsätzlichen Verletzung auf bis zu CHF 10 Mio. belaufen kann, während bei einer fahrlässigen Verletzung eine Busse von bis zu CHF 1 Mio. verhängt werden kann. Zusätzlich kann die FINMA beim Verdacht einer Meldepflichtverletzung als vorsorgliche Massnahme einem Marktteilnehmer verbieten, seine Stimmrechte auszuüben bzw. weitere Aktien oder Erwerbs- und Veräusserungsrechte zu kaufen. Diese Massnahme gilt aber nur bis zur rechtskräftigen Klärung der Meldepflicht und ihrer Erfüllung.*

1. Offenlegungsstelle

Jede Börse muss gemäss Art. 25 BEHV-FINMA eine Offenlegungsstelle einrichten, die Meldungen entgegen nimmt und auch deren Veröffentlichung überwacht¹³⁷. Diese Offenlegungsstelle bearbeitet auch Gesuche für Ausnahmen und Erleichterungen und kann auch selbst die Veröffentlichung der gesetzlich vorge-

¹³⁷ Zur Offenlegungsstelle der SIX vgl. Reglement der Offenlegungsstelle der SIX vom 1. Mai 2012, in dem die Organisation und das Verfahren der Offenlegungsstelle der SIX dargestellt werden.

schriebenen Information veranlassen, wenn eine Person ohne entsprechende Ausnahme eine Veröffentlichung unterlässt¹³⁸.

2. Verfahren

Das Verfahren vor der Offenlegungsstelle ist grundsätzlich schriftlich und wird ohne Parteiverhandlung durchgeführt¹³⁹. Die Offenlegungsstelle schliesst ihr Verfahren in der Regel innert zehn Tagen nach Einreichung des vollständigen Gesuches ab¹⁴⁰.

Wenn die Offenlegungsstelle einen Entscheid über die Mitteilungspflicht bzw. eine entsprechende Ausnahme fällt, so erlässt sie gegenüber den Gesuchstellern keine Verfügungen, sondern nur Empfehlungen¹⁴¹. Diese werden gegenüber den Adressaten verbindlich, wenn der Gesuchsteller sie nicht innert einer Frist von fünf Börsentagen ablehnt¹⁴². Lehnt der Gesuchsteller eine Empfehlung der Offenlegungsstelle ab, so entscheidet die FINMA den betreffenden Fall und erlässt eine verbindliche Verfügung¹⁴³. Innert der gleichen Frist kann die FINMA aber auch das Verfahren an sich ziehen, d. h. an Stelle der Offenlegungsstelle direkt mit einer Verfügung entscheiden und damit die Empfehlung der Offenlegungsstelle aufheben¹⁴⁴. Die FINMA erlässt auch eine Verfügung, wenn die Empfehlung der Offenlegungsstelle durch den Gesuchsteller missachtet wird¹⁴⁵, da die Empfehlungen der Offenlegungsstelle nicht direkt vollzogen werden können. Verfügungen der FINMA können beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden¹⁴⁶.

Für die Bearbeitung von Gesuchen über Ausnahmen von der Meldepflicht bzw. den Bestand der Meldepflicht stellt die Offenlegungsstelle dem Gesuchsteller je nach Komplexität des Falles eine Gebühr von bis zu CHF 45'000 in Rechnung¹⁴⁷. Die Behandlung von Meldungen wird dagegen nicht mit Gebühren belastet. Die Kosten bei einem Weiterzug an die FINMA, an das Bundesverwaltungsgericht und an das Bundesgericht richten sich nach den Gebührenordnungen dieser Behörden.

¹³⁸ Art. 23 Abs. 4 BEHV-FINMA; Art. 4.7 Reglement der Offenlegungsstelle der SIX.

¹³⁹ Art. 4 Abs. 1 Reglement der Offenlegungsstelle der SIX.

¹⁴⁰ Art. 5 Reglement der Offenlegungsstelle der SIX (vgl. Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1); in komplexeren Fällen kann diese Frist allerdings verlängert werden.

¹⁴¹ Art. 26 Abs. 2 BEHV-FINMA; Art. 2 Reglement über die Offenlegungsstelle der SIX.

¹⁴² 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).

¹⁴³ Art. 26 Abs. 4 lit. b BEHV-FINMA.

¹⁴⁴ Art. 26 Abs. 5 BEHV-FINMA.

¹⁴⁵ Art. 26 Abs. 4 lit. b BEHV-FINMA.

¹⁴⁶ Art. 39 BEHG.

¹⁴⁷ Art. 8 Reglement über die Offenlegungsstelle der SIX.

3. Vorabentscheide

Gemäss Art. 20 BEHV-FINMA kann die Offenlegungsstelle Vorabentscheide erlassen, was den Parteien erlaubt, bei unklaren Situationen Sicherheit über den Bestand der Meldepflicht zu erlangen, bevor die betreffende Transaktion abgewickelt wird¹⁴⁸. Diese Rechtssicherheit ist in Anbetracht der unten dargestellten Strafen, die bei Verletzungen der Meldepflicht ausgesprochen werden können, sehr wertvoll. Auch bei Vorabentscheiden gilt das oben dargestellte Verfahren, d. h. eine entsprechende Empfehlung kann von den Adressaten abgelehnt werden, worauf dann die FINMA eine Verfügung erlässt. Die FINMA kann auch hier nach Erlass einer Empfehlung selber das Verfahren an sich ziehen und eine Verfügung erlassen.

Für Rechtssicherheit sorgt aber auch, dass die Offenlegungsstelle der SIX ihre Praxis in Erläuterungen und Mitteilungen sowie in ihren Jahresberichten veröffentlicht¹⁴⁹.

4. Inhalt der Meldung

4.1 Die Meldung

Die Meldung muss gemäss Art. 21 BEHV-FINMA folgende Angaben enthalten:

- Name, Vorname, Wohnort bzw. Firma, Sitz und Adresse der meldepflichtigen Person unter Angabe der zuständigen Kontaktperson. Bei einem indirekten Erwerb muss die Art des indirekten Erwerbs dargestellt und die Person offengelegt werden, welche die Aktien direkt für die wirtschaftlich berechnete Person hält¹⁵⁰;
- Identität der einzelnen Mitglieder¹⁵¹ einer Gruppe und die Art der Absprache, falls eine Gruppe unter die Meldepflicht fällt;
- Stimmrechtsanteil nach Über- bzw. Unterschreitung des massgebenden Grenzwertes, Art und Anzahl der von beteiligten Personen gehaltenen Beteiligungspapiere (bzw. Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte) und die damit verbundenen Stimmrechte. Wird mit der Meldung die Unterschreitung der 3%-Grenze angezeigt, so kann sich die Meldung auf die

¹⁴⁸ Vgl. Art. 20 Abs. 6 BEHG.

¹⁴⁹ Vgl. Art. 2 Abs. 4 Reglement über die der Offenlegungsstelle der SIX.

¹⁵⁰ Dabei muss jeweils die gesamte Besitzkette lückenlos angegeben werden.

¹⁵¹ Bei einer Gruppe mit einer sehr grossen Anzahl von Mitgliedern kann allerdings auf die Meldung der einzelnen Mitglieder verzichtet werden; Jahresbericht 2000, Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 3.1.3.4.; um eine derartige Erleichterung zu erhalten, muss aber ein Gesuch an die Offenlegungsstelle gerichtet werden.

Tatsache des Unterschreitens ohne Angabe der im Bestand der betroffenen Person verbleibenden Stimmrechte beschränken;

- Die Art und Anzahl sämtlicher von der meldepflichtigen Person bzw. der entsprechenden Gruppe gehaltenen Beteiligungspapieren und Finanzinstrumente. Bei Finanzinstrumenten, die an einer Schweizer Börse kotiert sind, muss die Wertpapierkennnummer bekanntgegeben werden. Bei nicht kotierten Finanzinstrumenten müssen zusätzlich die wesentlichen Bedingungen, wie insbesondere die Identität des Emittenten, das Bezugsverhältnis, der Ausübungspreis, die Ausübungsfrist und die Ausübungsart offengelegt werden. Dieser hohe Detaillierungsgrad bei der Meldung von Derivaten ist notwendig, weil das Publikum nur auf diese Weise abschätzen kann, inwiefern die betreffenden Derivate überhaupt Auswirkungen auf die Beherrschung der Gesellschaft haben; während eine Option mit langer Laufzeit und tiefem Ausübungspreis eine ähnliche Bedeutung bezüglich der Beherrschung der Gesellschaft hat wie der direkte Besitz von Aktien, hat eine Option, deren Ausübungspreis stark über dem Börsenkurs liegt, eine wesentlich geringere Bedeutung¹⁵²; und
- Datum der Transaktion, die zu einer Überschreitung des Grenzwertes geführt hat; sollte die Übertragung der betreffenden Aktien nicht mit diesem Datum übereinstimmen, wie dies zum Beispiel bei einem Kaufvertrag mit aufgeschobenem Vollzug oder einem bedingten Vertrag der Fall ist, so muss dieses Vollzugsdatum ebenfalls angegeben werden.

Die Offenlegungsstelle der SIX hat drei Meldeformulare entwickelt, die sich auf direkten und indirekten Erwerb, Gruppenmeldungen und die Meldung kollektiver Kapitalanlagen beziehen. Diese Meldeformulare erleichtern die korrekte Meldung wesentlich, da in diesen Formularen sämtliche Angaben, die für eine Meldung erforderlich sind, aufgeführt werden¹⁵³.

4.2 Meldung nach "Bruttoprinzip"

Wie vorne dargestellt, dürfen bei der Meldung Erwerbspositionen nicht mit Veräusserungspositionen verrechnet werden. Dementsprechend sind folgende Positionen jeweils separat zu melden:

¹⁵² Die differenzierten Angaben sind insbesondere notwendig, weil aufgrund der Meldepflicht von Derivaten ohne Realerfüllung auch sehr viele Derivate gemeldet werden müssen, die keinerlei Bedeutung für die Beherrschung der Gesellschaft haben.

¹⁵³ Dieses Formular kann auf der Homepage der SIX: www.swiss-exchange-regulations.com abgerufen werden.

- **Erwerbsposition**
Die Erwerbsposition umfasst sämtliche Aktien sowie alle Finanzinstrumente mit Realerfüllung, die entweder zum Erwerb von Aktien führen können oder, im Falle von Finanzinstrumenten ohne Realerfüllung, dazu führen, dass die betreffende Partei eine Zahlung erhält, wenn die Aktienkurse steigen.
- **Veräußerungsposition**
Im Rahmen der Veräußerungsposition müssen alle Derivate mit Realerfüllung gemeldet werden, die zu einer Veräußerung von Aktien oder, im Falle von Derivaten ohne Realerfüllung, bei fallenden Aktienkursen zu einer Zahlung an die berechnigte Partei führen. Aufgrund der Praxis der SIX und der FINMA müssen Leerverkäufe dagegen nicht in der Veräußerungsposition gemeldet werden.
- **Aktienposition**
Aktien sind nicht nur im Rahmen der Erwerbsposition, sondern separat auch noch als eigene Position zu melden, damit die tatsächliche Stimmkraft aus der Meldung sichtbar wird.

Die Meldung wird schon dadurch ausgelöst, dass eine der oben aufgeführten Positionen einen für die Meldung massgebenden Grenzwert erreicht bzw. überschreitet oder, falls der Bestand bisher über dem betreffenden Grenzwert lag, unterschreitet. Unabhängig davon durch welche Position konkret die Meldung ausgelöst wird, müssen dabei aber immer alle drei Positionen offengelegt werden.

4.3 Meldung aufgrund von Veränderung bereits gemeldeter Tatsachen

Die Meldepflicht wird aber auch schon dadurch ausgelöst, dass die in einer früheren Meldung angegebenen Informationen ändern. Zu einer derartigen Meldepflicht kommt es z.B., wie vorne dargestellt, wenn eine Person Aktien indirekt hält und sich bezüglich der zwischengeschalteten natürlichen und juristischen Personen eine Änderung ergibt¹⁵⁴. Das Gleiche gilt auch, wenn eine Gruppenmeldung gemacht wurde und sich nachträglich der Bestand der Gruppenmitglieder ändert.

Hält ein Marktteilnehmer Derivate, die meldepflichtig sind, und ersetzt er diese bei Ablauf ihrer Laufzeit, so ändert sich dadurch ebenfalls der Inhalt der Meldung, da bei kotierten Derivaten die Wertpapierkennnummer ändert und sich bei nicht kotierten Derivaten mindestens die in der Beschreibung aufgeführte Laufzeit verändert. Die Offenlegungsstelle der SIX geht allerdings davon aus, dass eine Meldung nur notwendig ist, wenn sich beim Derivatebestand die Detailangaben für mindestens 3% geändert haben.

¹⁵⁴ Dazu genügt z.B. auch schon die Änderung des Namens oder des Sitzes einer Zwischengesellschaft, die im Rahmen des indirekten Haltens von Aktien gemeldet wurde.

5. Meldefrist und Veröffentlichung

Die Meldung muss gemäss Art. 18 BEHV-FINMA innert vier Börsentagen nach Entstehen der Meldepflicht gegenüber der Gesellschaft wie auch gegenüber der Börse, an der die betreffenden Aktien kotiert sind, erstattet werden. Diese Frist gibt nicht nur die erstmalige Meldung einer Überschreitung des Grenzwertes, sondern gemäss Art. 21 Abs. BEHV-FINMA auch für jede Änderung der gemeldeten Angaben, d. h. z.B. bei einer Veränderung in der Zusammensetzung von Gruppen, einer Änderung der Gesellschaftsstruktur, mit der ein Aktionär Aktien indirekt hält oder auch für Rollovers bei der gemeldeten Derivaten¹⁵⁵. Die Gesellschaft muss die betreffende Meldung dann innert zwei Börsentagen über die elektronische Veröffentlichungsplattform der Börse verbreiten. Unterlässt die Gesellschaft die Veröffentlichung, so wird diese direkt von der Offenlegungsstelle vorgenommen¹⁵⁶.

Soweit die Börse, an der die Gesellschaft kotiert ist, nicht über eine derartige Plattform verfügt, muss die Meldung im Schweizerischen Handelsamtsblatt und mindestens in einem der elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten und bei Anlegern weit verbreitet sind¹⁵⁷, veröffentlichen¹⁵⁸. Die SIX hat eine derartige elektronische Veröffentlichungsplattform eingerichtet¹⁵⁹, auf der alle Meldungen veröffentlicht werden¹⁶⁰. Diese Veröffentlichungsplattform ist mit einer Datenbank verknüpft, in der alle Meldungen gespeichert werden. Diese Datenbank steht dem Publikum offen, wobei die gesamten historischen sowie auch die aktuellen Meldungen abgefragt werden können¹⁶¹. Damit wird für die an der SIX kotierten Titel vollständige Transparenz bezüglich Meldungen hergestellt, so dass sich alle Marktteilnehmer über die Beteiligungsverhältnisse an diesen Gesellschaften orientieren können.

6. Sanktionen

Falls die Offenlegungsstelle Verletzungen der Meldepflicht feststellt, meldet sie diese der FINMA, die als Aufsichtsbehörde untersucht, ob ein strafbarer Verstoss vorliegt und dementsprechend eine Sanktion gefällt werden soll. Falls dies zutrifft, so erstattet die FINMA eine Strafanzeige oder verfügt, wie oben dargestellt, die Suspendierung von Stimmrechten¹⁶².

¹⁵⁵ Jahresbericht 2011 der OLS-SIX, Ziff. 1.1.3 (S. 7).

¹⁵⁶ Art. 23 Abs. 4 BEHV-FINMA.

¹⁵⁷ Reuters, Bloomberg, etc.

¹⁵⁸ Art. 23 BEHV-FINMA.

¹⁵⁹ Vgl. SIX-Richtlinie betr. die elektronische Melde- und Veröffentlichungsplattformen vom 1. April 2011

¹⁶⁰ Vgl. Richtlinie der SIX betr. elektronische Melde- und Veröffentlichungsplattformen vom 1. April 2011.

¹⁶¹ Vgl. dazu Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX, Ziff. 1.1.2. E8

¹⁶² Vgl. Jahresbericht 2012 der OLS-SIX, (S. 74).

Die Offenlegungsstelle der SIX ist der Ansicht, dass alle Verletzungen der Meldepflicht verfolgt und bestraft werden müssen; sie meldet daher konsequent auch kleinere Verstösse wie kurze Fristverletzungen¹⁶³ und Änderungen in der Zusammensetzung von Gruppen¹⁶⁴ sowie Änderungen bei den Strukturen, über die Aktien indirekt gehalten werden¹⁶⁵ der FINMA und erwartet, dass die FINMA entsprechende Sanktionen ausspricht¹⁶⁶.

6.1 Busse

6.1.1 Vorsätzliche Verletzung der Meldepflicht

Gemäss Art. 41 Abs. 1 BEHG werden Personen, welche eine meldepflichtige Beteiligung vorsätzlich nicht melden¹⁶⁷, mit einer Busse bestraft. Diese Busse beläuft sich auf maximal CHF 10 Mio. Dieser Bussenrahmen liegt weit über den Bussen, die bei anderen Delikten mit relative schwerem Unrechtsgehalt, wie z.B. einer fahrlässigen Tötung, verhängt werden. Die Höhe der Busse wird mit den wirtschaftlichen Auswirkungen für die Beteiligten und vor allem mit dem möglichen Gewinn, den der Verletzer erreichen kann, gerechtfertigt.

6.1.2 Fahrlässige Verletzung der Meldepflicht

Gemäss Art. 41 Abs. 2 BEHG werden Personen, welche eine meldepflichtige Beteiligung fahrlässig nicht melden, mit einer Busse von bis zu CHF 1 Mio. bestraft. Im Falle einer Wiederholung innert fünf Jahren nach einer entsprechenden Verurteilung beläuft sich diese Busse auf mindestens CHF 10'000. Auch hier gilt, dass gemäss der Formulierung dieser Strafbestimmung nur die Unterlassung einer Meldung bestraft wird, eine überflüssige Meldung aber straffrei ist.

6.1.3 Die Bestrafung unnötiger Meldungen

Das Börsengesetz enthält keine Norm, welche die Veröffentlichung unnötiger Meldungen unter Strafe stellen würde. Insbesondere findet Art. 41 BEHG keine Anwendung, wenn vorsätzlich oder fahrlässig ein Bestand an Aktien gemeldet wird, der nicht meldepflichtig ist, sei dies, weil sich der meldepflichtige Aktionär bei der Frage verrechnet, auf wie viele Aktien sich ein Derivat bezieht, sei dies, weil er fälschlicherweise vom Bestand einer meldepflichtigen Gruppe ausgeht.

¹⁶³ Z.B. ein Tag.

¹⁶⁴ Z.B. bei Erbfällen.

¹⁶⁵ Z.B. Umbenennung von Zwischenholdinggesellschaften.

¹⁶⁶ Jahresbericht 2009 der OLS-SIX (S. 3 ff.).

¹⁶⁷ Eine unnötige Meldung ist nicht strafbar, weshalb es sich empfiehlt, immer eine Meldung zu machen, wenn diese nicht völlig ausgeschlossen ist, um sich nicht dem Risiko einer Busse auszusetzen.

Der Umstand, dass das Unterlassen einer Meldung bestraft wird, die Meldung eines zu grossen Bestandes dagegen von Art. 41 BEHG nicht erfasst wird, führt natürlich dazu, dass bei Unsicherheiten über die Meldepflicht immer eine Meldung gemacht wird und dass in der Praxis bei Derivaten, bei denen unsicher ist, welche Anzahl von Aktien tatsächlich gemeldet werden muss, immer die höchstmögliche Zahl gemeldet wird.

Eine vorsätzlich falsche Meldung, bei der eine Partei eine Position meldet, die sie nicht besitzt, kann aber als Kursmanipulation im Sinne von Art. 40a BEHG betrachtet werden und untersteht damit der entsprechenden Strafdrohung bzw. dem entsprechenden Erwerbsverbot.

6.2 Suspendierung von Stimmrechten

Gemäss Art. 34b BEHG kann die FINMA als vorsorgliche Massnahme das Stimmrecht einer Person suspendieren und ihr verbieten, weitere Aktien bzw. Erwerbs- und Veräusserungsrechte einer Gesellschaft zu erwerben, wenn die FINMA hinreichende Anhaltspunkte dafür hat, dass die betreffende Person ihrer Meldepflicht nicht nachgekommen ist. Diese aufsichtsrechtliche Massnahme bleibt aber nur solange in Kraft, bis die Frage der Meldepflicht rechtskräftig geklärt worden ist und die betreffende Person gegebenenfalls ihrer Meldepflicht nachgekommen ist.

III. ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEANGEBOTE

A. ANWENDUNGSBEREICH DER SCHWEIZERISCHEN ÜBERNAHMEREGELN

- *Die börsengesetzlichen Regeln über öffentliche Übernahmeangebote gelten für schweizerische Gesellschaften, die an einer Schweizer Börse kotiert sind. Sie gelten ebenfalls für ausländische Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind.*
- *Die Regeln über öffentliche Übernahmeangebote gelten nur für Aktien kotierter Gesellschaften und finden keine Anwendung auf ausserbörslich gehandelte Titel. Werden die Aktien einer Gesellschaft aber dekotiert und steht das öffentliche Angebot für diese Aktionäre in einem zeitlichen oder sachlichen Zusammenhang mit der Dekotierung, so gelten die Regeln über öffentliche Angebote auch nach der Dekotierung.*
- *Als öffentliches Angebot gilt jede Ankündigung an eine grosse Zahl von Aktionären, Aktien zu kaufen.*
- *Die Regelungen für öffentliche Angebote gelten auch beim öffentlich angekündigten Rückkauf eigener Aktien, wobei die Übernahmekommission aber Erleichterungen zulässt.*
- *Auch wenn die Bestimmungen über Übernahmeangebote grundsätzlich anwendbar sind, kann eine Gesellschaft durch eine entsprechende Statutenklausel die Anwendung der Bestimmungen über Pflichtangebote ausschliessen ("Opting-out"). Eine derartige Klausel kann entweder vor der Kotierung eingefügt oder nachträglich von der Generalversammlung beschlossen werden.*

1. Die dem Übernahmerecht unterstellten Zielgesellschaften

Die Regeln des Börsengesetzes für öffentliche Übernahmen kommen zur Anwendung, wenn die Zielgesellschaft eines öffentlichen Übernahmeangebotes eine in der Schweiz kotierte Schweizer Gesellschaft ist oder eine ausländische Gesellschaft, die in der Schweiz hauptkotiert ist.

1.1 Schweizerische Gesellschaften, die in der Schweiz kotiert sind

Gemäss Art. 22 Abs. 1 lit. a BEHG kommen die Übernahmeregeln des Börsengesetzes für Gesellschaften, die einen statutarischen Sitz in der Schweiz haben und deren Beteiligungspapiere an einer Schweizer Börse kotiert sind, zur Anwendung. Als Schweizer Börsen gelten sämtliche Wertpapierhandelsorganisationen, die der Bewilligungspflicht gemäss Art. 3 BEHG unterstehen. Damit unterstehen alle Schweizer Gesellschaften, deren Aktien an der SIX oder der

BX¹⁶⁸ kotiert sind, den Übernahmeregeln des Börsengesetzes. Die Übernahmeregeln des Börsengesetzes gelten dagegen nicht für Aktien, die ausserbörslich im Telefonverkehr zwischen den Banken oder auf einer für den ausserbörslichen Handel eingerichteten Handelsplattform gehandelt werden¹⁶⁹.

Die Übernahmeregeln des schweizerischen Börsengesetzes kommen nicht zur Anwendung, wenn eine schweizerische Gesellschaft nur im Ausland kotiert ist¹⁷⁰. Ist eine Schweizer Gesellschaft allerdings gleichzeitig an einer ausländischen und einer Schweizer Börse kotiert, so finden die Übernahmeregeln Anwendung, selbst wenn die Kotierung im Ausland für das Unternehmen wesentlich wichtiger ist, weil die Umsätze an der ausländischen Börse zuerst kotiert worden ist oder weil die Umsätze an der betreffenden ausländischen Börse wesentlich höher sind als die Umsätze in der Schweiz.

1.2 Ausländische Gesellschaften mit Hauptkotierung an einer Schweizer Börse

Gemäss Art. 22 Abs. 1 lit. b BEHG kommen die Übernahmeregeln des schweizerischen Börsenrechts auch auf Gesellschaften mit Sitz im Ausland zur Anwendung, wenn diese ihre Hauptkotierung an einer Schweizer Börse haben¹⁷¹. Zum Begriff der Hauptkotierung kann auf Ziff. II.A.3.1 vorne verwiesen werden.

1.3 Regelungskonflikte bei der gleichzeitigen Anwendung von schweizerischen und ausländischen Übernahmeregeln

Die meisten Länder sehen in ihren Übernahmeregeln vor, dass diese zur Anwendung kommen, wenn eine Gesellschaft, die ihren Sitz im betreffenden Land hat oder an einer im betreffenden Land tätigen Börse kotiert ist, Ziel eines Übernahmeangebotes ist. Damit kommt es in folgenden Fällen zu Regelungskonflikten:

– Schweizer Gesellschaften

Ist eine Schweizer Gesellschaft nicht nur an einer Schweizer Börse, sondern auch noch an einer ausländischen Börse kotiert, wird häufig das am Standort der betreffenden Börse anwendbare Recht Geltung beanspruchen.

¹⁶⁸ Vgl. Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance sowie Verfügung 550/01 der UEK vom 7. November 2013 i.S. Victoria-Jungfrau Collection (E. 1); Kotierung an der BX.

¹⁶⁹ Dies gilt auch dann, wenn relativ hohe Umsätze erzielt und die ausserbörslich erzielten Kurse in der Presse regelmässig publiziert werden; z.B. die von der Berner Kantonalbank betriebene OTC-X Plattform.

¹⁷⁰ Verschiedene Schweizer Gesellschaften sind an der NASDAQ kotiert.

¹⁷¹ Vgl. Verfügung 547/01 der UEK vom 23. September 2013 i.S. International Minerals Corporation (E. 1).

– **Ausländische Gesellschaften mit Hauptkotierung in der Schweiz**

Wenn eine ausländische Gesellschaft ihre Hauptkotierung an einer Schweizer Börse aufweist und gleichzeitig auch in ihrem Sitzstaat kotiert ist, wird der betreffende Staat auch seine eigenen Übernahmeregeln zur Anwendung bringen.

Da die Übernahmeregeln von Staat zu Staat unterschiedlich ausgestaltet sind, ergeben sich bei einer Übernahme¹⁷² für die betroffene Zielgesellschaft bzw. vor allem auch für den Übernehmer grosse Probleme, da es zum Teil unmöglich ist, die Regelung beider Staaten gleichzeitig zu befolgen. Art. 22 Abs. 1^{bis} BEHG sieht daher vor, dass die Übernahmekommission bei einem derartigen Regelungskonflikt auf die Anwendung der schweizerischen Übernahmeregeln verzichten kann, sofern das ausländische Recht den Anlegern einen Schutz gewährt, der demjenigen des schweizerischen Rechts gleichwertig ist. Die Übernahmekommission betrachtet in einem derartigen Fall die ausländischen Regeln als äquivalent, wenn sie sicherstellen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft genügend Informationen haben, um eine Entscheidung über das Angebot zu fällen und wenn das Verfahren so ausgestaltet ist, dass die Anleger tatsächlich freie Wahl bezüglich der Annahme des Angebotes haben und auch zwischen allfälligen Konkurrenzangeboten frei wählen können.

1.4 Anwendung der Übernahmeregeln auf nicht kotierte Gesellschaften:

Grundsätzlich finden die Regeln des Übernahmerechts nur Anwendung, wenn – wie oben dargestellt – eine Gesellschaft an einer Schweizer Börse kotiert ist. Zum Teil werden die Übernahmeregeln aber auch auf Gesellschaften angewendet, die nicht kotiert sind, weil das Übernahmeangebot in engem Zusammenhang mit der Kotierung steht.

1.4.1 Anwendung bei einer Dekotierung während des Übernahmeverfahrens

Ist eine Gesellschaft zu Beginn des Übernahmeverfahrens kotiert, d. h. in dem Zeitpunkt, in dem das erste Angebot publiziert wird, so kommen die übernahmerechtlichen Regeln auf das gesamte Übernahmeverfahren zur Anwendung, auch wenn eine Gesellschaft während des Übernahmeverfahrens dekotiert wird. Die weitere Anwendung des Übernahmerechts ist in diesen Fällen schon deshalb geboten, weil die Zielgesellschaft andernfalls die auf das Verfahren anwendbaren Regeln für alle Beteiligten mitten im Übernahmeverfahren durch ein Dekotierungsgesuch ändern könnte.

¹⁷² Dies gilt insbesondere, wenn die betreffenden Länder unterschiedliche Fristen beim Verfahren anwenden.

1.4.2 Anwendung der Übernahmeregeln auf dekotierte Gesellschaften

Nach der Praxis der Übernahmekommission kommen die Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote auch auf dekotierte Gesellschaften zur Anwendung, wenn das öffentliche Übernahmeangebot zwar nach der Dekotierung erfolgt, 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. In diesem Sinne kommen diese Regeln insbesondere zur Anwendung, wenn ein Anbieter zunächst die Mehrheit in einem kotierten Unternehmen durch privaten Kauf oder öffentliches Angebot übernimmt, die Gesellschaft dann die Dekotierung ihrer Aktien beantragt und der Anbieter nachher ein öffentliches Angebot lanciert¹⁷³, da bei einem derartigen Fall die Dekotierung zur Umgehung der börsenrechtlichen Vorschriften über öffentliche Übernahmeangebote dient.

1.4.3 Anwendung auf Gesellschaften, die in einem Spin-off einer kotierten Gesellschaft entstehen

Die Übernahmeregeln sind auch anwendbar¹⁷⁴, 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 Aktien, die den Aktionären ausgeben werden, untersteht dieses Angebot nach der Praxis der Übernahmekommission den Regeln über öffentliche Übernahmeangebote¹⁷⁵.

¹⁷³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Dezember 2003 i.S. Rentenanstalt (E. 1). Im konkreten Fall wurde 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.

¹⁷⁴ Dieses Verfahren wird aus steuerlichen Gründen gewählt. Würde die betreffende Tochtergesellschaft von der kotierten Gesellschaft verkauft und der Erlös an die Aktionäre ausgeschüttet, so würden diese auf dem betreffenden Einkommen besteuert. Ein Spin-off in der umschriebenen Art ist jedoch steuerfrei. Beim Verkauf der neu erhaltenen Aktien realisieren die Aktionäre einen steuerfreien Kapitalgewinn auch wenn sie die Aktien sofort wieder in einem öffentlichen Angebot verkaufen (vgl. Kreisschreiben der EStV vom 01.06.2004).

¹⁷⁵ Vgl. Verfügung 422/01 der UEK vom 19. August 2009 i.S. LO Holding (E. 1); Verfügung der UEK 406/01 vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E. 1); Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding (E. 1); die Clair Finanz Holding wurde durch Ausschüttung einer Sachdividende von der kotierten Mövenpick Holding abgespalten, welche die meisten Immobilien der Mövenpick Gruppe hielt. Der Hauptaktionär der Mövenpick 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 Übernahmekommission aber dennoch den Übernahmeregeln des Börsengesetzes unterstellt.

1.5 Öffentliche Angebote für Beteiligungspapiere

1.5.1 Der Begriff des öffentlichen Angebotes

Die Übernahmeregeln kommen nur zur Anwendung, wenn ein öffentliches Angebot vorliegt. Als öffentliches Angebot gilt gemäss Art. 2 lit. e BEHG jedes Angebot zum Kauf von Aktien, das sich an eine derart grosse Anzahl von Personen richtet, dass ein individuelles Aushandeln der Kaufverträge nicht möglich ist. Dementsprechend gilt nicht nur das durch Inserate oder elektronische Medien verbreitete Kaufangebot als öffentliches Übernahmeangebot, sondern auch ein schriftliches Angebot, das sich an eine grosse Zahl von Aktionären der Zielgesellschaft richtet¹⁷⁶. Das Gleiche gilt auch für eine öffentliche Ankündigung, an der Börse eine bestimmte Anzahl Aktien zu erwerben.

Entscheidend für die Charakterisierung eines Angebotes als "öffentlich" ist letztlich immer das Auftreten nach aussen, d. h. der Umstand, dass der Käufer eine Vielzahl von Personen auffordert, ihm ihre Aktien zu verkaufen. Der Erwerb von Aktien an der Börse oder ausserhalb der Börse im individuellen Blockhandel gilt nicht als öffentliches Angebot, solange die Kaufabsicht nicht einer grossen Anzahl von Personen angekündigt wird¹⁷⁷, selbst wenn die entsprechenden Käufe planmässig erfolgen und eine grosse Anzahl von Aktien gekauft wird.

1.5.2 Angebote für Beteiligungspapiere

Die Bestimmungen über öffentliche Angebote kommen aber in jedem Fall nur zur Anwendung, wenn sich das Angebot auf Beteiligungspapiere bezieht. Als Beteiligungspapiere gelten gemäss Art. 2 UEV Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine. Öffentliche Angebote für Kauf oder Rückkauf von Obligationen fallen daher nicht unter die Regeln für öffentliche Angebote. Derartige Angebote unterstehen allein den Regeln des Obligationenrechts.

1.6 Anwendung der Übernahmeregeln auf den Erwerb eigener Aktien durch eine kotierte Gesellschaft

Obwohl eine Gesellschaft, die eigene Aktien zurückkauft, völlig andere Ziele verfolgt als ein Dritter, der Aktien einer Gesellschaft kauft, fallen Rückkaufangebote für eigene Aktien ebenfalls unter den Anwendungsbereich der börsengesetzlichen Regeln über öffentliche Angebote. Damit finden diese Regeln immer dann Anwendung, wenn eine kotierte Gesellschaft den Rückkauf eigener Aktien öffentlich ankündigt. Das Gleiche gilt auch für Umtauschangebote, bei de-

¹⁷⁶ Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E. 1): Im konkreten Fall wurde 80 Aktionären der Gesellschaft brieflich der Kauf der Aktien angeboten.

¹⁷⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E. 1). Bei einem derartigen Erwerb kommen allerdings die oben in II.A. dargestellten Regeln über die Meldepflicht beim Beteiligungserwerb zur Anwendung. Ausserdem können derartige Käufe auch zur Anwendung der in III.I. unten dargestellten Regeln über Pflichtangebote führen, wenn die entsprechenden Grenzwerte überschritten werden.

nen eine Gesellschaft ihren Aktionären auf individueller Basis den Umtausch ihrer Titel in Titel einer anderen Kategorie anbietet.

Da die Interessenlage in Bezug auf den Schutz der Anleger bei Rückkauf- bzw. Umtauschangeboten der Gesellschaft selbst ganz anders ist, als bei einem Übernahmeangebot eines Dritten, der die Beherrschung einer Gesellschaft oder mindestens einen massgeblichen Einfluss anstrebt, werden Rückkaufangebote in Art. 55 ff. BEHV-FINMA geregelt. Diese Regeln erlauben es, Rückkaufangebote, die 10% des Kapitals der Stimmrechte der Gesellschaft sowie 20% des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere nicht übersteigen, in einem vereinfachten Verfahren und ohne Publikation eines Angebotsprospektes abzuwickeln¹⁷⁸.

1.7 Anwendung der Übernahmeregeln auf Umstrukturierungen durch Aktientausch

Zum Teil werden bei kotierten Gesellschaften Holdingstrukturen dadurch gebildet, dass eine neu gegründete Gesellschaft die zur obersten Holdinggesellschaft der betreffenden Gruppe werden soll, ein Umtauschangebot für alle Aktien der bisher kotierten Gesellschaft macht. Auch wenn ein derartiges Umtauschangebot eine völlig andere Motivation hat als ein Übernahmeangebot und an der Beherrschung der Gesellschaft beim Aktionariat bzw. Beherrschung der Gesellschaft nichts ändert, gilt dies dennoch als öffentliches Übernahmeangebot¹⁷⁹. Immerhin werden dem Anbieter gewisse Erleichterungen gewährt. Insbesondere muss er die Aktien, die er zum Tausch anbietet, nicht bewerten, auch wenn sie vorher natürlich nicht kotiert waren, da ja ihr Wert mit den Titeln, die umgetauscht werden sollen, identisch ist¹⁸⁰.

1.8 Ausschluss gesellschaftsrechtlicher Fusionen

Die Regeln über öffentliche Angebote kommen nicht zur Anwendung, wenn die Zielgesellschaft durch eine Fusion im Sinne von Art. 3 ff. FusG übernommen wird, da derartige Transaktionen nicht als öffentliche Angebote im Sinne des Börsengesetzes gelten.

Die Annexion, d. h. die vollständige Übernahme einer Gesellschaft durch eine andere, hat zwar genau die gleichen wirtschaftlichen Auswirkungen wie ein öffentliches Übernahmeangebot mit Aktientausch, die Aktionäre werden aber durch die Vorschriften des Fusionsgesetzes geschützt, welche diese mindestens

¹⁷⁸ Dazu im Einzelnen hinten in Ziff. III.H.

¹⁷⁹ Vgl. Verfügung 469/01 der UEK vom 15. Februar 2011 i.S. Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft; Empfehlung der UEK vom 17. September 2002 i.S. Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt; Verfügung 474/01 der UEK vom 11. April 2011 i.S. BKW.

¹⁸⁰ Vgl. Verfügung 469/01 der UEK vom 15. Februar 2011 i.S. Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft (E. 4); zu den möglichen weiteren Erleichterungen: Verfügung 474/01 der UEK vom 11. April 2011 i.S. BKW (E. 3 und 4).

in gleichwertiger Weise wie die Bestimmungen des Börsengesetzes über öffentliche Übernahmeangebote schützen¹⁸¹.

1.9 Statutarischer Ausschluss der Regeln über Pflichtangebote – opting-out

Die Anwendung des schweizerischen Übernahmerechts ist grundsätzlich zwingend, falls eine Zielgesellschaft die vorne in Ziff. III.A.1 erwähnten Kriterien für die Anwendung der Übernahmeregeln erfüllt. Eine Gesellschaft kann gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG, vor oder nach der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere, die Bestimmung in ihre Statuten aufnehmen, wonach ein Anbieter nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot verpflichtet ist, und so die Anwendung dieses Teils der Übernahmeregeln abwenden¹⁸².

¹⁸¹ 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.

¹⁸² Vgl. unten Ziff. III.I.5.

B. AUSGESTALTUNG DES ÖFFENTLICHEN ANGEBOTES

- *Das Angebot muss sich auf alle kotierten Kategorien von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft beziehen. Es kann sich aber auf eine bestimmte Anzahl der ausstehenden Aktien beschränken. Wenn jedoch mehr als 33 1/3% der Aktien gekauft werden, muss es sich auf alle ausstehenden Aktien beziehen (sehen die Statuten der Zielgesellschaft allerdings ein Opting-out vor, so können auch Teilangebote gemacht werden, die über diesen Prozentsatz hinaus gehen; bei einem Opting-up ist der in den Statuten vorgesehene Prozentsatz für Pflichtangebote massgebend).*
- *In der Bestimmung des Angebotspreises ist der Anbieter frei. Übernimmt er mehr als 33 1/3%, so gelten allerdings die Bestimmungen über Preise für Pflichtangebote, d. h. der Angebotspreis darf nicht unter dem höchstbezahlten Preis liegen und muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen (sehen die Statuten der Zielgesellschaft ein Opting-out vor, so gelten diese Preisvorschriften nicht; sehen sie ein Opting-up vor, so gelten sie nur, wenn sich das Angebot auf einen höheren als für das Opting-up vorgesehenen Prozentsatz bezieht). In jedem Fall ist der Anbieter aber an das Gleichbehandlungsgebot gebunden. Er muss allen Aktionären während der Laufzeit des Übernahmeangebotes und während sechs Monaten nach Abschluss des Übernahmeangebotes den gleichen Preis bieten. Bei verschiedenen Aktienkategorien ist er zur relativen Gleichbehandlung verpflichtet, d. h. die Preise für die einzelnen Kategorien sind nach den unterschiedlichen Rechten abzustufen.*
- *Ein Angebot kann auch den Tausch von Wertpapieren vorsehen. Nicht an einer Hauptbörse kotierte Wertpapiere müssen aber im Prospekt bewertet werden.*
- *Ein Angebot kann Bedingungen (Zustimmung von Fusionskontrollbehörden etc.) unterstellt werden. Unzulässig sind jedoch Bedingungen, deren Erfüllung allein vom Anbieter abhängen. Die Finanzierung muss vor dem Angebot gesichert werden, weshalb das Angebot nicht unter die Bedingung der Finanzierung gestellt werden kann. Ebenfalls unzulässig ist eine allgemeine "Material Adverse Change"-Klausel; Bedingungen, die sich auf ganz spezifische Änderungen bei der Zielgesellschaft beziehen (Einbruch des EBITDA um mehr als 10%) sind dagegen zulässig.*
- *Ein Angebot kann nur geändert werden, wenn sich die betreffende Änderung zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft auswirken (Erhöhung des Angebotspreises, Aufhebung von Bedingungen).*

1. Umfang des Angebots

1.1 Teilangebote

Grundsätzlich ist der Anbieter frei, selbst zu bestimmen, auf wie viele Aktien sich sein Angebot bezieht. Er kann damit sein Angebot insbesondere auf eine bestimmte Anzahl von Aktien der Zielgesellschaft beschränken. Übersteigt allerdings die Anzahl der angedienten Aktien die Zahl der Aktien, für die ein Angebot gemacht worden ist, so muss der Anbieter diese Annahmeerklärungen gemäss Art. 9 Abs. 5 UEV anteilmässig berücksichtigen: Eine Berücksichtigung der angedienten Aktien aufgrund des Zeitpunktes, in dem die betreffenden Aktionäre das Angebot annehmen, ist dagegen unzulässig, da dies die Aktionäre der Zielgesellschaft einem starken zeitlichen Druck aussetzen würde und sie so allenfalls zu unüberlegtem Handeln verleiten könnte.

Bezieht sich das Angebot auf eine Anzahl von Aktien, die ein Pflichtangebot auslöst¹⁸³, so darf sich das Angebot nicht bloss auf einen Teil der Aktien beschränken, sondern muss gemäss Art. 9 Abs. 5 UEV von Anfang an sämtliche kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft umfassen. Damit ist kein Teilangebot mehr möglich, wenn die vollständige Annahme des Teilangebotes zusammen mit dem bisherigen Bestand des Anbieters dazu führen würde, dass dieser den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte überschreitet bzw. einen höheren Prozentsatz, falls die Zielgesellschaft die Grenze für die Auslösung eines Pflichtangebotes in ihren Statuten im Sinne eines "*Opting-up*" erhöht hat¹⁸⁴. Prozentual höhere Teilangebote sind aber möglich, wenn eine Zielgesellschaft im Sinne des "*Opting-out*" die Anwendung der Bestimmungen über Pflichtangebote ausgeschlossen hat¹⁸⁵; in diesem Fall kann der Anbieter ein Angebot für einen beliebigen Anteil der ausstehenden Aktien machen.

1.2 Angebote für einzelne 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, 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 nicht kotierte Beteiligungspapiere beziehen. Werden beispielsweise bei einer Aktiengesellschaft an der Börse nur die Inhaberaktien gehandelt und sind die Namenaktien, die sich in festen Händen befinden, nicht kotiert worden¹⁸⁶, so kann der Anbieter sein Angebot auf die kotierten Inhaberaktien beschränken.

¹⁸³ Vgl. dazu Ziff. III.I. unten.

¹⁸⁴ Maximal 49%, dazu Ziff. III.I.6. unten.

¹⁸⁵ Dazu Ziff. III.I.5. unten.

¹⁸⁶ Eine derartige Situation gibt es z.B. bei der Conzzeta.

1.3 Keine Bezugnahme des Angebots auf Finanzinstrumente

Auch wenn sich ein Angebot auf alle Aktien einer Gesellschaft bezieht, bzw. nach den oben erwähnten Regeln auf alle Aktien beziehen muss, weil es sich auf eine Anzahl von Aktien bezieht, die sich auf die betreffenden Aktien beziehen müssen Finanzinstrumente, die vom Angebot nicht erfasst werden, dementsprechend muss ein Angebot nicht auf Wandelanleihen oder Optionen ausgedehnt werden, die sich auf die Aktien beziehen, die Gegenstand des Angebotes sind. Dies gilt, wie Optionen oder Wandelrechte im Zusammenhang mit Obligationen nicht vom Angebot erfasst werden, unabhängig davon, ob die betreffenden Finanzinstrumente vom Unternehmen selbst oder von Dritten ausgegeben worden sind. Deshalb müssen auch Mitarbeiteroptionen oder Optionen, die das Unternehmen im Zusammenhang mit der Optionsanleihe ausgegeben hat, vom Angebot nicht erfasst werden. Auch ADS (American Depositary Share) bzw. ADR (American Depositary Receipt) gelten als Finanzinstrumente und müssen dementsprechend nicht in ein öffentliches Angebot einbezogen werden¹⁸⁷.

Ein öffentliches Angebot muss aber alle Aktien umfassen, die durch Ausübung von Finanzinstrumenten vor dem Ende der Angebotsfrist geschaffen werden. Werden in dieser Zeit Wandelanleihen gewandelt oder von der Gesellschaft ausgegebene Optionen ausgeübt und ADS bzw. ADR in Aktien umgetauscht, so können die betreffenden Aktien beim Angebot eingeliefert werden¹⁸⁸

1.4 Sales Restrictions

Auch wenn sich ein Angebot auf alle Aktien einer Gesellschaft bezieht und alle Aktionäre grundsätzlich gleich behandelt werden müssen, kann ein Anbieter Aktionäre mit Wohnsitz bzw. Sitz in bestimmten Ländern vom Angebot ausschliessen, wenn das Angebot nach dem lokal anwendbaren Recht unzulässig oder aber mit einem unverhältnismässigen Aufwand verbunden ist¹⁸⁹. Das Gleiche gilt auch, wenn sich der Anbieter der Gefahr aussetzt, dass er sich mit der Ausdehnung des Angebotes auf die betreffenden Länder Haftungsrisiken aussetzt, die über die Haftungsrisiken des Schweizerischen Rechts hinausgehen¹⁹⁰. Dies führt dazu, dass bei vielen Angeboten Personen mit Wohnsitz in den USA¹⁹¹ sowie in Australien und Japan ausgeschlossen werden. Der Ausschluss von Aktionären mit Wohnsitz in einem bestimmten Land ist allerdings dann nicht zulässig, wenn die Zielgesellschaft ihre Aktien im betreffenden Land ak-

¹⁸⁷ Vgl. Verfügung 450/01 der UEK vom 20. August 2010 i.S. Day Software (E. 2.2).

¹⁸⁸ Vgl. Verfügung 450/01 der UEK vom 20. August 2010 i.S. Day Software (E. 2.2).

¹⁸⁹ Einreichung zusätzlicher Gesuche oder Publikation von speziellen Prospekten nach lokalem Recht.

¹⁹⁰ Vgl. Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli, (E. 3); Empfehlung der UEK vom 24. August 2005 i.S. Leica (E. 3.3).

¹⁹¹ US-Persons mit Wohnsitz in den USA sowie alle anderen Personen, die im Sinne der amerikanischen Wertpapiergesetze "US-Persons" sind.

tiv platzierte, da die betreffenden Aktionäre dann darauf vertrauen können, dass sie auch an einem öffentlichen Angebot teilnehmen können¹⁹².

In der Praxis hat eine derartige Sales Restriction für die betroffenen Aktionäre allerdings nur minimale Auswirkungen. Sie können Aktien im Allgemeinen an der Börse zum Angebotspreis oder einem Preis, der nur unwesentlich darunter liegt, verkaufen.

2. Angebotspreis

2.1 Höhe des Angebotspreises

Unter schweizerischem Recht bestimmt der Anbieter allein, zu welchem Preis er Aktien übernehmen bzw. welche Wertpapiere er im Falle eines Tauschangebotes offerieren will. Die Schweizerische Börsengesetzgebung enthält keine Vorschriften über "angemessene" Preise und gibt den Aktionären auch keine Möglichkeit, den vom Anbieter offerierten Preis in irgendeiner Weise gerichtlich überprüfen zu lassen. Jeder Aktionär kann aber individuell über das Angebot entscheiden, indem er es annimmt oder ablehnt. Dementsprechend muss sich das Angebot an den Marktverhältnissen orientieren, d. h. der Anbieter muss sein Angebot so attraktiv gestalten, dass es von den Aktionären tatsächlich angenommen wird. Wie hinten in Ziff. III.B.2.6.2 gezeigt, kann sich allerdings aus den Regeln über Pflichtangebote ein Mindestpreis für ein Angebot ergeben, wenn sich das Angebot auf eine Anzahl Aktien bezieht, die über dem Grenzwert liegt und bei dem ein Pflichtangebot unterbreitet werden muss.

2.2 Bestimmbarkeit des Angebotspreises

Grundsätzlich muss der Angebotspreis bestimmt sein, d. h. der Angebotsprospekt muss einen festen Preis bzw. bei Tauschangeboten ein festes Umtauschverhältnis zeigen¹⁹³. Nach der Praxis der Übernahmekommission genügt es aber, dass der Preis aufgrund objektiver Kriterien bestimmbar ist. 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 der dafür massgebende Net Asset Value damit natürlich erst nach Veröffentlichung des Angebotes berechnet werden konnte¹⁹⁴. Voraussetzung für die Bestimmung des Übernahmepreises aufgrund des Net Asset Value ist allerdings, dass die Ti-

¹⁹² Vgl. Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli (E. 3); Empfehlung der UEK vom 9. Juni 2007 i.S. Converium.

¹⁹³ Art. 21 Abs. 2 UEV.

¹⁹⁴ Vgl. Verfügung 418/01 der UEK vom 7. Juli 2009 i.S. BB Medtech (E. 4.1); Empfehlung der UEK i.S. InCentive Capital vom 16. April 2003 (Rw. 3.1); Empfehlung der UEK i.S. Sopafin vom 24. Januar 2004 (E. 4.3 und 5).

tel im Portfolio der Zielgesellschaft an liquiden Märkten gehandelt werden, so dass der Net Asset Value mit Bestimmtheit festgestellt werden kann¹⁹⁵.

2.3 Gleichbehandlungsprinzip

2.3.1 Grundsatz

Gemäss Art. 24 Abs. 2 BEHG muss der Anbieter in seinem Angebot die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich behandeln, d. h. er muss insbesondere allen Aktionären der Zielgesellschaft den gleichen Preis bzw. bei einem Tauschangebot die gleiche Art und Anzahl der zum Tausch angebotenen Effekten offerieren und darf nicht einzelnen Aktionären höhere Preise zahlen¹⁹⁶.

Macht ein Anbieter ein Tauschangebot, so kann er gleichzeitig auch ein Barzahlungsangebot machen. Diese Angebote müssen gemäss Art. 9b UEV nicht den gleichen Wert aufweisen¹⁹⁷. Das Gleichheitsgebot verlangt aber in diesen Fällen, dass alle Personen, die das Tauschangebot annehmen, die gleiche Anzahl Effekten erhalten, während alle Personen, die das Barangebot annehmen, den gleichen Betrag bekommen. Macht ein Anbieter ein reines Tauschangebot und erwirbt zwischen der Veröffentlichung des Angebots und dem Vollzug des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen Barzahlung, so muss er den betreffenden Barbetrag allen Aktionären anbieten. Dies gilt selbst, wenn dieser Betrag unter dem Wert des Tauschangebotes liegt.

2.3.2 "Best Price"-Regel

Eine Konkretisierung des Gleichbehandlungsgrundsatzes ist die in Art. 10 Abs. 1 UEV festgehaltene "Best Price"-Regel. Gemäss dieser Bestimmung dürfen der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach Veröffentlichung des Angebotes keine Beteiligungspapiere oder Finanzinstrumente¹⁹⁸ der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwerben¹⁹⁹, ohne diesen Preis allen Empfängern des Angebotes anzubieten. Diese Regel gilt ab Veröffentlichung der Voranmeldung während der ganzen Dauer des Angebotes und während sechs Monaten

¹⁹⁵ Diese Voraussetzung ist von der Prüfstelle zu bestätigen; vgl. Empfehlung i.S. India Investment AG vom 11. April 2000 (E. 1).

¹⁹⁶ Dieses Gleichbehandlungsgebot bezieht sich auch auf Finanzinstrumente soweit sich das Angebot auf Finanzinstrumente bezieht.

¹⁹⁷ Damit ist es möglich, ein Angebot so zu strukturieren, dass das Tauschangebot attraktiver ist als das Barangebot, um so möglichst viele Aktionäre zur Annahme des Tauschangebots zu motivieren.

¹⁹⁸ Art. 10 Abs. 2 UEV; vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding; Verfügung 500/01 der UEK vom 22. Dezember 2001 i.S. Sarasin (E. 2); beim Erwerb von Finanzinstrumenten muss jeweils der für die Aktien tatsächlich bezahlte Preis durch Umrechnung für das betreffende Instrument wesentlichen Finanzzahlen errechnet werden.

¹⁹⁹ Dabei werden alle geldwerten Vorteile berücksichtigt, die der Anbieter den betreffenden Aktionär gewährt (vgl. Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG, im konkreten Fall ging es um ein Derivat bzw. ein "Top-up Right").

nach Ablauf der Nachfrist im Sinne von Art. 14 Abs. 5 UEV²⁰⁰. Besteht bereits im Zeitpunkt des Angebotes die Absicht, später weitere Aktien zu erwerben, so kann die Übernahmekommission die Geltung der "Best Price"-Regel auch über diese sechs Monate hinaus ausdehnen, um die Gleichbehandlung der Aktionäre sicherzustellen²⁰¹. Die Ausdehnung der "Best Price"-Regel auf sechs Monate nach dem Angebot gilt allerdings nicht für Rückkäufe eigener Aktien, da ein Unternehmen im Handel mit eigenen Aktien nicht eingeschränkt werden soll²⁰².

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 fluktuiert. Dies führt nach der Praxis der Übernahmekommission dazu, dass der Anbieter und die mit ihm im gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach Veröffentlichung des Angebotes keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem Preis erwerben dürfen, der im Zeitpunkt des Erwerbs über dem umgerechneten Wert des Tauschangebotes liegt. Während der sechsmonatigen Frist gilt der am letzten Tag der Nachfrist im Sinne von Art. 14 Abs. 5 UEV²⁰³ umgerechnete Wert des Angebotes als Höchstbetrag²⁰⁴.

Die "Best Price"-Regel kommt auch zur Anwendung, wenn der Anbieter oder die Zielgesellschaft Mitarbeiteroptionen oder andere Optionen zurückkaufen. Sie dürfen diese nur zu einem Preis zurückkaufen, der sich aufgrund einer der gängigen Optionsbewertungsmethoden²⁰⁵ unter Berücksichtigung der Parameter des Angebotes ergibt²⁰⁶. Würden Zielgesellschaft oder Anbieter zur Abgeltung dieser Optionen einen Preis bezahlen, der über diesem Wert liegt, so würde die "Best Price"-Regel verletzt, worauf das Angebot entsprechend erhöht werden müsste²⁰⁷.

²⁰⁰ Vgl. Verfügung 410/05 der UEK vom 13. September 2012 i.S. Quadrant (E. 3 und E. 4); Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 6); Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel; Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 betreffend Absolute Invest AG.

²⁰¹ 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 3 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.

²⁰² Es ist anzunehmen, dass die Übernahmekommission diese Praxis auch nach der Revision der UEV weiterführt, da sie gemäss Art. 4 UEV für Rückkäufe Ausnahmen von den allgemeinen Regeln über Übernahmeangebote gewähren kann.

²⁰³ Dazu im Einzelnen unten Ziff. III.F.5.

²⁰⁴ Vgl. Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli (E. 5); 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 6-Monate-Frist: vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E. 5.2).

²⁰⁵ Insbesondere Black Scholes Methode

²⁰⁶ Vgl. Verfügung 410/02 der UEK vom 16. Juli 2009 i.S. Quadrant.

²⁰⁷ Vgl. Verfügung 416/03 der UEK vom 28. Dezember 2009 (E. 1.2).

Die "Best Price"-Regel bezieht sich nicht auf die Zeit vor der Veröffentlichung des Angebotes; 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 bezahlen²⁰⁸. Eine Grenze bilden nur die unten dargestellten Vorschriften über die Preise bei Pflichtangeboten. Für eine Gesellschaft, die den Vorschriften über Pflichtangebote unterliegt²⁰⁹, bedeutet dies, dass der Anbieter in den zwölf Monaten die dem Angebot vorausgehen, beim Erwerb von Aktien höchstens den Angebotspreis zahlen kann.

2.4 Gleichbehandlung bei verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren

Sofern sich das Angebot auf verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren bezieht, muss der Anbieter gemäss Art. 9 Abs. 3 UEV ein angemessenes Verhältnis zwischen den Preisen der verschiedenen Kategorien wahren²¹⁰. Dies bedeutet, dass die Preisdifferenzen zwischen einzelnen Kategorien den unterschiedlichen Rechtspositionen dieser Kategorien (z.B. erhöhtes Stimmrecht bei Stimmrechtsaktien oder verstärkte Vermögensrechte bei Vorzugsaktien) entsprechen müssen. Damit müssen diese unterschiedlichen Rechtspositionen letztlich bewertet werden. Als Grundlage für eine derartige Bewertung können dabei die historischen Börsenbewertungen (z.B. Unterschied in der Bewertung von Stimmrechts- und Stammaktien)²¹¹ oder aber Bewertungsunterschiede bei vergleichbaren Strukturen anderer Gesellschaften verwendet werden²¹². Damit die Aktionäre der Zielgesellschaft nachvollziehen können, ob und auf welche Weise der Grundsatz der relativen Gleichbehandlung verschiedener Aktienkategorien eingehalten worden ist, müssen die Grundlagen, die zur unterschiedlichen Bewertung einzelner Aktienkategorien geführt haben, im Angebotsprospekt offengelegt werden²¹³.

²⁰⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel.

²⁰⁹ D. h. alle Gesellschaften, die in den Statuten kein *Opting-out* vorsehen.

²¹⁰ Vgl. Verfügung 422/01 der UEK vom 19. August 2009 i.S. LO Holding (E. 3); Verfügung 422/02 der UEK vom 1. September 2009 i.S. LO Holding (E. 2); Verfügung 428/01 der UEK vom 12. Oktober 2009 i.S. Athris (E. 4); das Gleichbehandlungsgebot erstreckt sich gemäss Art. 10 Abs. 2 UEV auch auf nicht-kotierte Beteiligungspapiere, sofern sich das Angebot auch auf diese bezieht.

²¹¹ Die UEK geht davon aus, dass grundsätzlich bei liquidem Handel 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 18. Mai 1999 i.S. Brauerei Haldengut (E. 3), im konkreten Fall ging es um die Bewertung von Inhaber- und Namenaktien. In Verfügung 428/01 der UEK vom 12. Oktober 2009 i.S. Athris (E. 4) liess die UEK eine Preisdifferenzierung entsprechend dem Nennwert zu, da die Kurse nur sehr wenig von dem Verhältnis abwichen.

²¹² 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). Im konkreten Fall wurde die Bewertung aber allein aufgrund der Vermögensrechte vorgenommen, da keine aussagekräftigen Kurse vorlagen.

²¹³ Art. 22 Abs. 1 UEV; vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2001 i.S. Swiss City Montreux-Palace SA (E. 3); vgl. Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding (E. 3).

Die oben dargestellte Pflicht zur relativen Gleichbehandlung gilt auch für Optionen, soweit diese in ein Übernahmeangebot einbezogen werden²¹⁴. Der Aktionär kann für Optionen höchstens den Wert bezahlen, der sich ergibt, wenn der Optionswert aufgrund der Parameter des Angebotes mit einer der gängigen Bewertungsmethoden²¹⁵ berechnet wird²¹⁶.

2.5 Prüfung der Gleichbehandlung durch die Prüfstelle

Die Prüfstelle hat gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. b UEV vor der Veröffentlichung des Angebotes auch zu prüfen, ob das Gleichbehandlungsprinzip gewahrt wurde. Im Rahmen dieser Prüfung muss sie insbesondere nachprüfen, ob die relative Gleichbehandlung zwischen verschiedenen Aktienkategorien gewahrt wurde. Zu diesem Zweck muss sie insbesondere auch die vom Anbieter vorgenommene Differenzierung zwischen den einzelnen Aktienkategorien und die Bewertung unterschiedlicher Rechte nachvollziehen und auf ihre Plausibilität prüfen.

Gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV muss die Prüfstelle auch überprüfen, ob die Gesellschaft die Best Price Rule von der Veröffentlichung des Angebotes bis 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist eingehalten hat oder ob einzelnen Aktionären der Zielgesellschaft zusätzliche Leistungen erbracht bzw. höhere Preise bezahlt worden sind. Diese Prüfung wird dadurch ermöglicht, dass der Anbieter und die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, alle Transaktionen, die sie mit Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft tätigen, während der Angebotsfrist der Übernahmekommission täglich melden müssen²¹⁷.

2.6 Preisregeln für Kontrollwechselangebote

2.6.1 Kontrollwechselangebote

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 33 1/3% übersteigt, Mindestpreise vor. Gemäss Art. 9 Abs. 6 UEV finden diese Bestimmungen auf alle Kontrollwechselangebote, d. h. auf Angebote Anwendung, bei denen der Erwerber – im Fall eines erfolgreichen Angebotes – so viele Aktien erwirbt, dass er zusammen mit einem allfälligen bereits vorher existierenden Bestand den Grenzwert von 33 1/3% überschreitet²¹⁸.

Sofern eine Gesellschaft allerdings in ihren Statuten einen höheren Grenzwert für Pflichtangebote festgelegt hat (*Opting-up*)²¹⁹, kommen die Regeln über die

²¹⁴ Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group.

²¹⁵ z.B. Black Scholes Methode.

²¹⁶ Vgl. Verfügung 416/03 vom 28. Dezember 2009 i.S. Jelmoli (E. 1.1).

²¹⁷ Dazu im Einzelnen Ziff. III.F.3. unten. Um das Verhalten nach Ablauf der Angebotsfrist zu überprüfen, muss die Prüfstelle Bestätigungen der betroffenen Personen und ihrer Banken einholen.

²¹⁸ Vgl. Verfügung 548/01 der UEK vom 2. Oktober 2013 i.S. Acino (E. 4.1).

²¹⁹ Dazu Ziff. III.I.6. unten.

Preise bei Pflichtangeboten nur zur Anwendung, wenn das Angebot zusammen mit der vorher existierenden Beteiligung des Anbieters diese höhere Grenze überschreitet.

2.6.2 Preisregelung

Wenn die Vorschriften über Pflichtangebote anwendbar sind, gelten für den Angebotspreis gemäss Art. 40 ff. BEHV-FINMA folgende Regeln²²⁰:

- Der angebotene Preis muss mindestens dem Börsenkurs, der unmittelbar vor dem Angebot galt, entsprechen, wobei der volumengewichtete Durchschnittskurs der 60 vorangehenden Börsentage massgebend ist²²¹.
- Der angebotene Preis muss dem höchsten Preis entsprechen, den der Anbieter in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots für Aktien der Zielgesellschaft bezahlt hat²²².
- Soweit ein Verkäufer beim Verkauf an den Anbieter zusätzlich zu den Aktien Nebenleistung gewährt²²³ oder Nebenleistungen erhalten hat²²⁴, so müssen diese Leistungen gemäss Art. 41 BEHV-FINMA bewertet und bei der Bestimmung des Preises berücksichtigt werden²²⁵.
- Sofern der Anbieter ein Tauschangebot macht und in den letzten zwölf Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots 10% oder mehr des Kapitals der Zielgesellschaft gegen Barzahlung erworben hat, muss er allen Aktionären der Zielgesellschaft den höchsten in bar bezahlten Preis anbieten²²⁶. Hat er dagegen weniger als 10% erworben, genügt es, wenn der Wert des Tauschangebotes dem Barpreis entspricht.

2.6.3 Keine Anwendung der Preisregelung bei *Opting-out*

Die Preisvorschriften für Pflichtangebote kommen dagegen gar nicht zur Anwendung, soweit eine Zielgesellschaft die Anwendung der Vorschriften über Pflichtangebote grundsätzlich ausgeschlossen hat ("*Opting-out*")²²⁷ oder wenn der Anbieter schon vor dem Angebot über 33 1/3% der Aktien hielt und somit das neue Angebot diese Grenze nicht mehr überschreitet²²⁸.

²²⁰ Vgl. Verfügung 548/01 der UEK vom 2. Oktober 2013 i.S. Acino (E. 4). Zu diesen Regeln im Einzelnen unten in Ziff. III.I.4.

²²¹ Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA.

²²² Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art 41 BEHV-FINMA.

²²³ Zusicherungen und Gewährleistungen, Finanzierung, Dienstleistungen etc.

²²⁴ Zusätzliche Rechte oder Derivate

²²⁵ Vgl. Verfügung 410/02 der UEK vom 16. Juli 2009 i. S. Quadrant (E. 3.3.); Urteil des Bundesverwaltungsgerichtes B-5272/2009 vom 30. November 2010 i. S. Quadrant.

²²⁶ Art. 9.a Abs. 2 UEV.

²²⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. Mai 2004 i.S. Aletsch (E. 2); zum Opting-Out vgl. im Einzelnen Ziff. III.I.5. unten.

²²⁸ Vgl. Verfügung 427/01 der UEK vom 29. September 2009 i.S. Canon (E. 3); Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E. 2).

3. Tauschangebote

3.1 Zulässigkeit von Tauschangeboten

Das BEHG ermöglicht bei der Abgeltung des Angebotspreises nicht nur eine Barzahlung, sondern erlaubt dem Anbieter, auch ein Tauschangebot zu machen²²⁹. 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, nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion und Derivate²³⁰. Dementsprechend kann ein Anbieter bei einem Tauschangebot eigene Aktien, Aktien einer anderen Gesellschaft oder auch Obligationen, Optionen und Anteile an Anlagefonds²³¹ anbieten.

Normalerweise wird der Tausch so strukturiert, dass eine gewisse Anzahl Wertpapiere pro Aktie der Zielgesellschaft angeboten wird. Eine andere Struktur wurde beispielsweise aber von Siemens im Angebot für Netstal gewählt: Den Aktionären der Netstal wurde ein fester 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 berechnete²³².

Dem Anbieter steht es aber auch frei, Tausch- und Barangebot so zu kombinieren, dass ein Teil des Preises durch die Abgabe von Wertpapieren und ein Teil in bar bezahlt wird. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft kann gerade ein Angebot, das sich aus einer Barkomponente und Aktien des Anbieters zusammensetzt, sehr interessant sein, da damit ein sicherer Übernahmepreis mit einer gewissen Zukunftschance verbunden wird²³³. Selbstverständlich ist es auch möglich, Bar- und Tauschangebot so zu kombinieren, dass den Aktionären der Zielgesellschaft ein Wahlrecht zwischen Tausch- und Barangebot eingeräumt wird²³⁴.

3.2 Angaben über die zum Tausch angebotenen Titel

Bei einem Tauschangebot verlangt die Verordnung spezielle Angaben im An-

²²⁹ Dies ergibt sich implizit aus der Definition des öffentlichen Kaufangebotes in Art. 2 lit. e BEHG; vgl. Verfügung 476/01 der UEK vom 19. April 2011 i.S. Schulthess Group (E. 3.); Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision et.al. (E. 1.1).

²³⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision, et.al. (E. 1).

²³¹ Vgl. Verfügung 418/01 der UEK vom 7. Juli 2009 i.S. BB Medtech (E. 2); Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision, et.al. (E. 1.2).

²³² Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Februar 2002 i.S. Netstal-Maschinen (E. 3.).

²³³ Vgl. beispielsweise das Angebot der Smith & Nephew Group an die Aktionäre der Centerpulse; vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse.

²³⁴ Vgl. Verfügung 476/01 der UEK vom 19. April 2011 i.S. Schulthess Group (E. 7); Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest; interessant war auch das Angebot der InCentive Capital für Sulzer, die ein Wahlrecht zwischen Barabgeltung und InCentive-Aktien sowie für den Fall des Tauschangebetes die Abgabe eines speziellen Wertrechtes zur Kompensation von Kursrückgängen vorsah, Empfehlung der UEK vom 18. April 2001 i.S. Sulzer (E. 2).

gebotsprospekt. Ziel ist es, den Aktionären der Zielgesellschaft genügend Information zu geben, damit sie die zum Tausch angebotenen Titel und Effekten und vor allem auch deren Wert beurteilen können.

3.2.1 Beschreibung der Rechte aus den zum Tausch angebotenen Titeln

Damit sich die Aktionäre der Zielgesellschaft ein Bild über die angebotenen Titel machen können, muss der Angebotsprospekt gemäss Art. 24 Abs. 1 UEV die Rechte beschreiben, die mit den zum Tausch angebotenen Titeln verbunden sind²³⁵ sowie angeben, wo die drei letzten Jahresberichte der Gesellschaft, deren Titel zum Umtausch angeboten werden, sowie auch der letzte Zwischenbericht bezogen werden können. Der Angebotsprospekt muss gemäss Art. 24 Abs. 3 UEV zusätzlich 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. Da die Übernahme zu erheblichen Änderungen im Bilanzbild des Anbieters führen kann²³⁶, muss der Angebotsprospekt gemäss Art. 24 Abs. 5 UEV auch Angaben zu den erwarteten Auswirkungen des Angebots auf Bilanz, Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Anbieters enthalten.

3.2.2 Angaben über die Kotierung der zum Tausch angebotenen Titel

Sofern die zum Tausch angebotenen Titel kotiert sind, muss der Angebotsprospekt gemäss Art. 24 Abs. 2 UEV mindestens die folgenden Angaben enthalten²³⁷:

- Ort der Kotierung;
- Allfällige Absichten des Anbieters zur Dekotierung der betreffenden Titel;
- Grundzüge des Dekotierungsverfahrens einschliesslich der Rechte der Aktionäre im Rahmen eines derartigen Verfahrens;
- Schwellenwerte zur Offenlegung von Beteiligungen;
- Bedeutende Aktionäre, die der Anbieter kennt;
- Schwellenwerte, welche eine Angebotspflicht bei den betreffenden Titeln auslösen; und
- Darstellung der Kursentwicklung der letzten drei Jahre der zum Tausch angebotenen Effekten.

²³⁵ Bei Aktien Mitwirkungs- sowie Gewinnanteilsrechte, bei Obligationen Rückzahlungstermin und Zinsen.

²³⁶ Erhöhung der Schulden bei Angeboten, die teilweise fremdfinanziert sind, starke Verwässerung der Aktien bei reinen Tauschangeboten.

²³⁷ Verfügung 476/01 der UEK vom 19. April 2011 i.S. Schulthess Group (E. 7).

3.2.3 Angaben über den Wert der zum Tausch angebotenen Titel

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 bei zum Tausch angebotenen kotierten Wertpapieren die Kursentwicklung während der letzten drei Jahre dargestellt werden. Sofern die zum Tausch angebotenen Wertpapiere nicht kotiert sind oder ihr Handel illiquide ist, muss die Prüfstelle diese Wertpapiere bewerten und die Bewertung einschliesslich ihrer Grundlagen im Angebotsprospekt offenlegen²³⁸. Als kotiert gelten dabei allerdings gemäss Art. 24 Abs. 7 UEV nur Titel, die entweder an einer schweizerischen Börse kotiert sind²³⁹ oder an einer ausländischen Börse, sofern diese den kotierten Gesellschaften bezüglich Transparenz und Information der Anleger die gleichen Pflichten auferlegt wie die schweizerischen Börsen²⁴⁰. Als liquid gilt der Handel bei allen Titeln, die im SLI (Swiss Legal Index) der SIX aufgenommen worden sind. Alle anderen Titel gelten nur dann als liquid, wenn sich der monatliche Median des täglichen Handelsvolumen bei börslichen Transaktionen in mindestens zehn von zwölf der Voranmeldung und dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten auf mindestens 0.04% des Free Float beläuft²⁴¹.

Falls die zum Tausch angebotenen Aktien mit den Aktien der Zielgesellschaft wirtschaftlich identisch sind – dies trifft beispielsweise zu, wenn eine Stammhausstruktur dadurch in eine Holdingstruktur umgewandelt wird, dass die betreffende Gesellschaft zunächst eine Holdinggesellschaft gründet und diese dann ein öffentliches Umtauschangebot für die Aktionäre der bisher kotierten Gesellschaft macht²⁴². So dispensiert die Übernahmekommission den Anbieter in der Praxis von einer Bewertung, auch wenn die neuen Aktien vor dem Angebot nicht kotiert waren²⁴³.

Werden bei einem Tauschangebot neue Aktien oder andere Wertpapiere ausgegeben, die an der SIX kotiert werden²⁴⁴, so muss neben dem Angebotsprospekt ein Kotierungsprospekt erstellt werden, der den Erfordernissen des Kotie-

²³⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Mai 2001 i.S. Messe Zürich (E. 2).

²³⁹ SIX oder BX.

²⁴⁰ Local Caps, Immobiliengesellschaften, Investmentgesellschaften.

²⁴¹ UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010.

²⁴² 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).

²⁴³ Das Gleiche gilt auch, wenn für die Aktien einer Investmentgesellschaft Anteile an einem Anlagensfonds angeboten werden, der das gleiche Portefeuille aufweist wie die betreffende Investmentgesellschaft, vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 i.S. ZKB Pharma Vision et.al. (E. 3).

²⁴⁴ Dies gilt auch, wenn die betreffende Aktienkategorie bereits kotiert ist, aber zusätzliche Aktien für das Umtauschangebot neu ausgegeben werden.

rungsreglements entspricht²⁴⁵. Die Bestimmungen des Kotierungsreglements über Kotierungsprospekte²⁴⁶ gehen dabei wesentlich über die Anforderungen hinaus, die Art. 24 UEV an den Angebotsprospekt stellt, so dass die Anleger dementsprechend mehr Informationen erhalten.

3.3 Transaktionen in den zum Umtausch angebotenen Effekten

Grundsätzlich können der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen während der Angebotszeit weiterhin in den zum Umtausch angebotenen Titeln handeln. Nach der Praxis der Übernahmekommission dürfen derartige Transaktionen allerdings 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 künstlich hochtreiben²⁴⁷. Um sicherzustellen, dass derartige Manipulationen unterbleiben, sieht die Übernahmekommission in Art. 38 ff. UEV vor, dass der Anbieter sowie Personen, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln, alle Transaktionen mit den zum Tausch angebotenen Beteiligungspapieren täglich der Übernahmekommission melden müssen²⁴⁸.

4. Bedingte Angebote

Der Anbieter hat im Normalfall das Bedürfnis, das Angebot unter bestimmte Bedingungen zu stellen, um sicherzustellen, dass das Angebot nur gültig zu Stande kommt, wenn sein wirtschaftlicher Zweck erreicht werden kann.

4.1 Zulässige Bedingungen

Ein Übernahmeangebot kann gemäss Art. 13 Abs. 1 UEV unter Bedingungen gestellt werden, sofern der Anbieter ein schutzwürdiges Interesse an den betreffenden Bedingungen hat. Diese Voraussetzung ist erfüllt, wenn die betreffenden Bedingungen einen sachlichen Zusammenhang mit dem Angebot haben und dazu dienen, den wirtschaftlichen Erfolg des Angebots zu sichern.

Gemäss Art. 13 Abs. 2 UEV sind allerdings nur Bedingungen zulässig, deren Eintritt der Anbieter selbst nicht massgeblich beeinflussen kann. Damit sind Bedingungen, die von Faktoren beeinflusst werden, die ausserhalb des Einflussbereiches des Anbieters liegen, zulässig. Hängt der Eintritt einer Bedingung zwar primär 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 han-

²⁴⁵ Dabei muss gemäss Art. 32 ff. KR ein vollumfänglicher Prospekt erstellt werden, da die Ausnahmebestimmungen für einen reduzierten Prospekt im Normalfall schon deshalb nicht gegeben sind, weil die bisherigen Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft bei einer Übernahme kein Bezugsrecht für die neuen Aktien haben (vgl. Art. 38 KR).

²⁴⁶ Vgl. dazu im Einzelnen Walder Wyss Broschüre "Kotierung an der SIX".

²⁴⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute Invest (E. 6).

²⁴⁸ Vgl. dazu Ziff. III.F.3. unten.

deln, gemäss Art. 13 Abs. 3 UEV alle ihnen zumutbaren Anstrengungen unternehmen, um den Eintritt der Bedingung zu fördern²⁴⁹. Sollte ein Anbieter den Eintritt einer Bedingung verhindern, so führt dies zumindest nach Ansicht der Übernahmekommission dazu, dass die betroffenen Aktionäre gemäss Art. 97 ff. OR gegen den Anbieter einen Schadenersatzanspruch in Höhe der Differenz zwischen dem Kurs der betreffenden Beteiligungspapiere und dem ursprünglichen Angebotspreis haben²⁵⁰.

Nach der Praxis der Übernahmekommission müssen Bedingungen in der Realität erfüllbar sein. Unzulässig ist dagegen eine Bedingung, die praktisch unerfüllbar ist, da sonst die Gültigkeit des Angebots nur vom Entscheid des Anbieters abhängt, auf die betreffende Bedingung zu verzichten²⁵¹. In diesem Sinne ist es insbesondere nicht zulässig, das Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass es für eine unrealistisch hohe Zahl von Aktien angenommen wird²⁵².

Nach der Praxis der Übernahmekommission sind in diesem Sinne heute insbesondere folgende Bedingungen zulässig:

4.1.1 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. Üblich sind Grenzen von 50% bzw. 66 2/3%, da ein derartiger Prozentsatz die Beherrschung der Gesellschaft ermöglicht. Höhere Prozentsätze sind nur zulässig, wenn sie realistisch erreicht werden können²⁵³, daher darf der für das Kraftloserklärungsverfahren notwendige Prozentsatz von 98% oder der für eine Barfusion notwendige Prozentsatz von 90% nur verlangt werden, wenn der Anbieter bereits einen sehr hohen Anteil an Aktien hat²⁵⁴.

Der Anbieter kann sich im Angebotsprospekt vorbehalten, den Prozentsatz einseitig zu senken, wenn er die angedienten Aktien übernehmen will, auch

²⁴⁹ In diesem Sinne muss der Verwaltungsrat des Übernehmers bei einem Tauschangebot, das unter der Bedingung steht, dass die Generalversammlung des Übernehmers die für das Tauschangebot notwendigen Aktien schafft, alle notwendigen Anstrengungen unternehmen, um den Eintritt dieser Bedingung zu fördern und dementsprechend eine Generalversammlung einberufen, die notwendigen Anträge stellen und diese unterstützen; vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 6.2.4).

²⁵⁰ Empfehlung der UEK vom 19. März 2001 i.S. Sulzer (E. 7.2). M.E. können sich die Aktionäre der Zielgesellschaft aber auch gemäss Art. 156 OR darauf berufen, dass eine Bedingung, deren Eintritt verhindert wird, als eingetreten gilt.

²⁵¹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E. 5.1).

²⁵² Eine Annahmquote von 98%, die zur Durchführung des Kraftloserklärungsverfahrens berechtigen würde, wird von der UEK normalerweise als unrealistisch hoch betrachtet; zulässig ist sie nur, wenn der Übernehmer bereits selber einen sehr hohen Anteil von Aktien hat; vgl. Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E. 5.2). Im konkreten Fall besass die Übernehmerin bereits 96,9% des Aktienkapitals, so dass die Erreichung von 98% realistisch erschien.

²⁵³ Vgl. Verfügung 548/01 der UEK vom 2. Oktober 2013 i.S. Acino (E. 6.1); Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding.

²⁵⁴ Vgl. oben Ziff. III.B.4.1 und Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E. 5.2).

wenn der im Angebot genannte Prozentsatz nicht erreicht wird. Die Praxis zeigt, dass der Anbieter gerade dann, wenn ein Angebot unter die Bedingung gestellt wird, dass 66 2/3% erreicht werden, meist von dieser Möglichkeit Gebrauch machen muss²⁵⁵.

4.1.2 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 den betreffenden Statutenänderungen zustimmt²⁵⁶.

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. In Anbetracht des starken ökonomischen Anreizes, der vom Übernahmeangebot ausgeht, dürfte es in derartigen Fällen gelingen, die notwendigen Mehrheiten in der Generalversammlung zu erreichen.

Problematischer ist eine derartige Bedingung dagegen bei einer feindlichen Übernahme, da die Tatsache, dass ein Übernahmeangebot vorliegt bzw. unter eine derartige Bedingung gestellt wird, den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht dazu verpflichtet, eine Generalversammlung einzuberufen. In einem derartigen Fall muss der Anbieter letztlich selbst dafür sorgen, dass eine Generalversammlung einberufen 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 verlangen²⁵⁷. Erreicht der Anbieter diesen Grenzwert nicht, so kann er das Angebot unter die zusätzliche Bedingung stellen, dass Aktionäre, die zusammen mindestens 10% der Aktien der Zielgesellschaft halten,

²⁵⁵ Ein Anbieter, der eine derartige Bedingung gestellt aber diesen Grenzwert nicht erreicht hat, wird in der Praxis auf diese Bedingung verzichten, sofern er mindestens 50% erreicht hat. Die Erfahrung zeigt, dass er die restlichen 16 2/3% meistens in der Nachfrist doch noch erhält.

²⁵⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 6.2.4).

²⁵⁷ Erreicht der Aktienbesitz des Übernehmers 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.

die Durchführung einer Generalversammlung und die Traktandierung der betreffenden Statutenänderungen verlangen²⁵⁸. Wird ein feindliches Angebot unter die Bedingung gestellt, dass eine Generalversammlung durchgeführt wird und bestimmte Statutenänderungen beschlossen werden, so verlängert dies das Übernahmeangebot massiv und kann im Extremfall – z.B. wenn der Anbieter über Art. 699 Abs. 3 OR eine Generalversammlung erzwingen muss - sogar dazu führen, dass die Übernahme faktisch unmöglich wird.

Als Alternative zur Aufhebung von Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungen kann das Angebot auch unter die Bedingung gestellt werden, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dem Anbieter eine Ausnahme von der Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung gewährt²⁵⁹. Diese Alternative ist allerdings nur möglich, wenn die Statuten der Zielgesellschaft dem Verwaltungsrat die Möglichkeit geben, eine entsprechende Ausnahme zu beschliessen.

4.1.3 Neubesetzung des Verwaltungsrates

Ein Angebot kann auch unter die Bedingung gestellt werden, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Rahmen einer Generalversammlung neu mit Kandidaten besetzt wird, die der Anbieter vorschlägt²⁶⁰. Zu den Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Einberufung und Durchführung der Generalversammlung kann auf die Ausführung zu den Statutenänderungen oben verwiesen werden.

4.1.4 Ausschüttung einer Dividende und Durchführung einer Kapitalherabsetzung

Wenn ein Angebot so strukturiert ist, dass es wirtschaftlich nur Sinn macht, wenn vor dem Angebot eine bestimmte Dividende ausbezahlt bzw. das Kapital herabgesetzt wird oder die Finanzierung des Angebots auf einer derartigen Ausschüttung basiert, so kann das Angebot unter die Bedingung gestellt werden, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft die entsprechenden Beschlüsse fasst und diese auch vollzogen werden²⁶¹.

4.1.5 Schaffung der notwendigen Aktien für ein Tauschangebot und Kotierung

Macht der Anbieter ein Tauschangebot, bei dem er den Aktionären der Zielgesellschaft eigene Aktien anbietet, so kann er dieses Angebot unter die Bedingung stellen, dass die Generalversammlung des Anbieters selbst der dazu not-

²⁵⁸ Auch hier wirkt ein grosszügiges Angebot mit einer hohen Prämie über dem bisherigen Marktkurs als starker Anreiz.

²⁵⁹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 6.2.6).

²⁶⁰ Vgl. Verfügung 450/01 der UEK vom 20. August 2010 i.S. Day Software, (E. 6.6); Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E. 5.6).

²⁶¹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger Luwa (E. 5.2).

wendigen Kapitalerhöhung zustimmt²⁶². Der Verwaltungsrat des Anbieters muss in diesem Falle allerdings zusichern, dass er alle notwendigen Schritte unternimmt, um die Annahme eines derartigen Angebotes zu fördern, d. h. insbesondere die entsprechende Generalversammlung einberuft, einen Antrag auf Kapitalerhöhung stellt und diesen den Aktionären auch zur Annahme empfiehlt²⁶³.

Nachdem in der Praxis die Aktionäre von Zielgesellschaften normalerweise nur Effekten, die kotiert sind, als Tauschmittel akzeptieren, kann ein Tauschangebot auch der Bedingung unterstellt werden, dass die neu geschaffenen Titel kotiert werden²⁶⁴.

4.1.6 Durchführung einer Kapitalerhöhung beim Anbieter

Ein öffentliches Angebot kann zwar nicht unter die Bedingung gestellt werden, dass der Anbieter die notwendige Fremdfinanzierung für sein Angebot erhält. Nach der Praxis der Übernahmekommission ist es aber möglich, das Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass die Generalversammlung des Anbieters einer Kapitalerhöhung, die zur Finanzierung der Übernahme notwendig ist, zustimmt²⁶⁵.

4.1.7 Genehmigung durch Fusionskontrollbehörden

Sofern nach dem anwendbaren Kartellrecht²⁶⁶ eine Übernahme nur zulässig ist, wenn die zuständigen Fusionskontrollbehörden zustimmen, muss ein entsprechendes Angebot zwingend der Bedingung unterstellt werden, dass diese Behörden ihre Zustimmung zur geplanten Transaktion erteilen. Dabei ist es nicht notwendig, dass die einzelnen Länder, in denen derartige Bewilligungen eingeholt werden müssen, einzeln aufgeführt werden. Es genügt, wenn im Angebotsprospekt festgehalten wird, dass die gesetzlich notwendigen Bewilligungen in- und ausländischer Wettbewerbsbehörden eingeholt werden müssen²⁶⁷.

²⁶² Vgl. Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli (E. 9); 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).

²⁶³ Vgl. Art. 20 Abs. 2 UEV gemäss dem die Prüfstelle im Angebotsprospekt bestätigen muss, dass der Anbieter alle erforderlichen Massnahmen getroffen hat, um die zum Tausch angebotenen Effekten vor Vollzugstermin zur Verfügung zu stellen.

²⁶⁴ Vgl. Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli (E. 7.10); 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).

²⁶⁵ Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E. 8.11).

²⁶⁶ Vgl. dazu Walder Wyss-Publikation "Merger Control Laws of Europe".

²⁶⁷ Vgl. Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 7.2); Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E. 5.2.2); Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic.

4.1.8 Behördliche Bewilligungen

Ein öffentliches Angebot kann unter die Bedingung gestellt werden, dass die zur Übertragung der Kontrolle notwendigen behördlichen Bewilligungen erteilt werden²⁶⁸. Derartige Bewilligungen sind meistens in regulierten Branchen wie Banken oder Versicherungen notwendig.

4.1.9 Keine negativen behördlichen oder gerichtlichen Verfügungen und Entscheide

Ein Angebot kann auch unter die Bedingung gestellt werden, dass weder ein Gericht noch eine andere zuständige Behörde eine Entscheidung oder Verfügung erlässt, die das Angebot oder dessen Vollzug verbietet oder für rechtswidrig erklärt²⁶⁹.

4.1.10 Gewährung eines Steuerrulings der Steuerbehörden

Es ist zulässig, die Offerte unter die Bedingung zu stellen, dass die zuständigen Steuerbehörden in einem Steuerruling bestätigen, dass die geplante Übernahme bei in der Schweiz domizilierten Privatpersonen als Kapitalgewinn und nicht als Einkommen aus indirekter Teilliquidation gewertet wird oder dass die Transaktion nicht zu steuerrechtlichen Problemen bei der Zielgesellschaft führt²⁷⁰.

4.1.11 Vollzug bestimmter Transaktionen

Das Angebot kann auch unter der Bedingung stehen, dass bestimmte Transaktionen, wie z.B. der Verkauf eines Bereiches, vollzogen werden. Eine derartige Bedingung ist gerade dann sinnvoll, wenn sie auf einer Transaktionsvereinbarung mit dem Hauptaktionär beruht, in der sich dieser verpflichtet hat, vor der Übernahme gewisse Bereiche der Zielgesellschaft selbst zu übernehmen²⁷¹. Diese Art von Bedingung bildet das Gegenstück zu den unten erwähnten Bedingungen betreffend negative Entwicklung bei der Zielgesellschaft, in deren Rahmen zum Teil der Zielgesellschaft verboten wird, bestimmte Transaktionen vorzunehmen.

Nimmt ein Anbieter eine derartige Bedingung in den Angebotsprospekt auf, so kann die Zielgesellschaft die betreffende Transaktion auch dann vornehmen, wenn die betreffende Transaktion in Anbetracht ihrer Grösse eine unzulässige Abwehrmassnahme im Sinne von Art. 29 Abs. 2 BEHG bzw. Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV wäre²⁷².

²⁶⁸ Vgl. Verfügung der UEK 406/01 vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E. 8.1).

²⁶⁹ Vgl. Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 7.3); Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. InCentive (E. 6.4).

²⁷⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E. 3).

²⁷¹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 6.2.8).

²⁷² Vgl. dazu unten Ziff. III.E.2.2.

4.1.12 Keine Fusion und Kapitalerhöhung bei der Zielgesellschaft

Ein Übernahmeangebot kann unter die Bedingung gestellt werden, dass die Zielgesellschaft keine Fusion oder Kapitalerhöhung durchführt²⁷³. Diese Bedingung ist sinnvoll, da sich die Zahl der Beteiligungsrechte, die der Übernehmer gemäss Angebot erwerben muss, während der Angebotsfrist plötzlich stark vergrössert.

4.1.13 Keine Abwehrmassnahmen der Generalversammlung

Gemäss Art. 36 UEV sind gewisse Transaktionen, die zu einer Veränderung der Bilanz bzw. des Charakters der Zielgesellschaft führen, wie z.B. der Verkauf von Aktiven, deren Wert sich auf mehr als 10% der Bilanzsumme beläuft oder die Ausgabe von Aktien aufgrund des genehmigten Kapitals, unzulässig²⁷⁴. Derartige Massnahmen können aber durchgeführt werden, wenn die Generalversammlung der Zielgesellschaft der betreffenden Transaktion zustimmt. Der Anbieter kann sich vor einer derartigen Veränderung schützen, indem er das Angebot unter die Bedingung stellt, dass die Zielgesellschaft keine derartigen Transaktionen durchführt. Damit kann er die betreffenden Transaktionen nicht verhindern, muss aber die Zielgesellschaft nicht erwerben, wenn es aufgrund eines Generalversammlungsbeschlusses zu derartigen Veränderungen kommt²⁷⁵.

4.1.14 Keine negative Entwicklung bei der Zielgesellschaft

Ein Übernahmeangebot kann seinen ökonomischen Sinn verlieren, wenn bei der Zielgesellschaft Entwicklungen eintreten, die den Wert der Gesellschaft in einem wesentlichen Masse negativ beeinflussen. Um sich vor derartigen Entwicklungen zu schützen, kann der Anbieter sein Angebot der Bedingung unterstellen, dass keine derartigen Entwicklungen eintreten. Dabei ist es allerdings nicht möglich, das Angebot unter eine allgemeine "Material Adverse Change"-Klausel zu stellen, die dem Anbieter einen grossen Ermessensspielraum gibt, da in einem derartigen Fall die Erfüllung der Bedingung entgegen Art. 13 Abs. 2 UEV von den Entscheiden des Anbieters abhängen würde. Es ist aber möglich, spezifische und objektiv feststellbare Entwicklungen²⁷⁶ durch eine entsprechende Bedingung abzudecken. Nach der Praxis der Übernahmekommission sind dabei insbesondere folgende Bedingungen möglich:

- Keine Einbusse des Net Asset Value, der über einem bestimmten Prozentsatz liegt²⁷⁷ (bei Investmentgesellschaften).

²⁷³ Vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding (E. 6.2); Verfügung 467/01 der UEK vom 28. Januar 2011 i.S. Feintool.

²⁷⁴ Dazu im Einzelnen Ziff. III.E.2.2.

²⁷⁵ Vgl. Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 7.1), Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli (E. 7.6 und 7.7).

²⁷⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E. 5.3).

²⁷⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E. 1).

- Keine Ereignisse, die bei der Zielgesellschaft zu einer Einbusse des Eigenkapitals, des EBITDA, des EBIT oder zu einem Umsatzrückgang von mehr als 5% führen²⁷⁸.
- Keine Produktrückrufe, die zu einer Einbusse des EBITA von mehr als 10% führen²⁷⁹.
- Keine Prozesse gegen die Zielgesellschaft, deren Streitwert 5% der Nettoaktiven übersteigt²⁸⁰.
- Keine Verminderung wesentlicher im Angebotsprospekt aufgeführter Aktiven der Zielgesellschaft²⁸¹.
- Keine Veränderung des konsolidierten Eigenkapitals um über 10%²⁸².
- Keine Vermögensübertragungen, Abspaltungen oder Verkäufe von Tochtergesellschaften, Betrieben oder Aktiven, deren Wert über 10% der Gesamtaktiven hinausgeht²⁸³.
- Keine Aufnahme von Fremdkapital in einem Betrag von über 10% der Bilanzsumme²⁸⁴.
- Keine Handlungen, die über den ordentlichen Geschäftsgang hinausgehen, sofern der Anbieter nicht ausdrücklich zustimmt²⁸⁵. Eine derartige Bestimmung ist allerdings nur zulässig, wenn die betreffenden Handlungen klar und die Grenzwerte der betreffenden Handlungen so definiert werden, dass die Geschäftstätigkeit nicht unmöglich wird²⁸⁶.

²⁷⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E. 5.3); Verfügung der UEK 406/01 vom 17. März 2009 i.S. Quadrant (E. 6.2).

²⁷⁹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse (E. 5.7).

²⁸⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. InCentive (E. 6.6).

²⁸¹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. InCentive (E. 6.5).

²⁸² Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 6.2.3).

²⁸³ Vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding; Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers; ohne Beschränkung auf die 10% war die betreffende Bedingung der UEK abgelehnt worden, vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E. 3.2).

²⁸⁴ Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers; ohne Beschränkung auf die 10% war die betreffende Bedingung der UEK abgelehnt worden, vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Juli 2001 i.S. Baumgartner Papiers (E. 4).

²⁸⁵ 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 ähnlicher Bedeutungen, die alle auf einer Liste aufgeführt waren, zu begehen, wobei allerdings ein Vorbehalt bezüglich gesetzlich notwendiger Handlungen gemacht wurde.

²⁸⁶ M.E. war der Entscheid der UEK, derartige Bedingungen zuzulassen, praxisfremd, da die Geschäftstätigkeit einer Firma von der Grösse der Centerpulse bei derartigen Grenzen unterbunden

4.1.15 Entwicklung der ökonomischen Rahmenbedingungen

Es ist zwar nicht möglich, ein öffentliches Übernahmeangebot im Sinne einer breit definierten "Material Adverse Change"-Klausel unter die Bedingung zu stellen, dass sich die ökonomischen Rahmenbedingungen nicht negativ verändern dürfen, da der Eintritt einer derartigen Bedingung nicht objektiv feststellbar ist und damit letztlich vom Ermessen des Anbieters selbst abhängt. Es ist aber zulässig, ein öffentliches Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass bestimmte Devisenkurse, Aktienindices oder Zinssätze gewisse Grenzen nicht über- bzw. unterschreiten, da derartige Bedingungen einerseits objektiv feststellbar sind, andererseits aber nicht vom Verhalten des Anbieters selbst abhängen. Mit derartigen Bedingungen sowie mit den oben erwähnten Bedingungen, die sich auf die ökonomische Entwicklung der Zielgesellschaft selbst beziehen, kann sich der Anbieter bis zu einem gewissen Grad davor schützen, dass seine ökonomischen Überlegungen, die zum Übernahmeangebot geführt haben, durch Entwicklungen in den Rahmenbedingungen überholt werden oder seine Finanzierung zu teuer wird²⁸⁷.

4.2 Unzulässige Bedingungen

Bedingungen, deren Eintritt der Anbieter selbst massgeblich beeinflussen kann, deren Eintritt nicht objektiv festgestellt werden kann oder deren Eintritt nicht realistisch ist, sind nicht zulässig. Nach der Praxis der Übernahmekommission sind in diesem Sinne insbesondere folgende Bedingungen unzulässig:

4.2.1 Allgemeine "Material Adverse Change"-Klausel

Eine allgemeine "Material Adverse Change"-Klausel, die dem Anbieter erlaubt, von seinem Angebot zurückzutreten, wenn sich in der Zielgesellschaft oder im wirtschaftlichen Umfeld Änderungen ergeben, welche den Wert der Zielgesellschaft erheblich vermindern, ist unzulässig, da der Eintritt dieser Bedingung objektiv nicht feststellbar ist bzw. sehr stark vom Ermessen des Anbieters abhängt. Wie oben dargestellt, ist es aber immerhin möglich, das Angebot unter die Bedingung zu stellen, dass spezifische, objektiv feststellbare Veränderungen bei der Zielgesellschaft oder in den wirtschaftlich massgebenden Rahmenbedingungen nicht eintreten. Es wäre aber unzulässig, diese Bedingungen so eng zu formulieren, dass sie schon bei geringfügigen Veränderungen ausgelöst würden, die im Rahmen des normalen Geschäftsgangs vorkommen können, da dann der Vollzug des Angebots nur noch von der Entscheidung des Anbieters abhängen würde, auf die betreffende Bedingung zu verzichten²⁸⁸.

wird und es nicht Sinn von Bedingungen sein kann, dem Übernehmer während der Angebotsfrist einen beherrschenden Einfluss über die Geschäftstätigkeit des Unternehmens zu gewähren.

²⁸⁷ Nach der Praxis der UEK sind dabei allerdings nur Bedingungen zulässig, welche Anbieter von massiven Änderungen der Rahmenbedingungen schützen. Die Bedingung muss daher so formuliert werden, dass sie von den normalerweise zu erwartenden Schwankungen nicht ausgelöst wird.

²⁸⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. April 2003 i.S. Centerpulse; Empfehlung vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 6.2.1).

4.2.2 Finanzierung des Angebots

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 Angebots vorliegen, was auch von der Prüfstelle, die das Angebot prüft, kontrolliert werden muss²⁸⁹. Dementsprechend muss der Anbieter sicherstellen, dass er langfristige Kreditzusagen erhält, die an die gleichen Bedingungen gebunden sind wie sein Angebot.

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, zustimmt²⁹⁰. Damit wird die Eigenkapitalfinanzierung gegenüber der Fremdfinanzierung klar bevorteilt.

Wie oben dargestellt, kann ein Tauschangebot unter die Bedingung gestellt werden, dass die Generalversammlung der Gesellschaft, deren Aktien zum Tausch angeboten werden, der betreffenden Kapitalerhöhung zustimmt. Damit kann auch bei Tauschangeboten die "Finanzierung" letztlich unter die Bedingung gestellt werden, dass die Generalversammlung des Anbieters zustimmt.

4.3 Zeitpunkt der Erfüllung von Bedingungen

Grundsätzlich müssen die Bedingungen, unter denen ein öffentliches Angebot steht, bis spätestens zur Bekanntgabe des definitiven Zwischenergebnisses²⁹¹ erfüllt sein. Sind sie bis zu diesem Zeitpunkt nicht erfüllt, so fällt das Angebot dahin bzw. kann nur vollzogen werden, wenn der Anbieter auf die betreffenden Bedingungen verzichtet²⁹². Wenn zwingende Gründe für eine weitere Aufrechterhaltung einer Bedingung sprechen, weil diese innert der Angebotsfrist von 40 Börsentagen nicht erfüllt werden kann, aber für den Vollzug des Angebots absolut nötig ist, so kann die Übernahmekommission auch zulassen, dass die Bedingung später erfüllt bzw. der Vollzug des Angebots bis zur Erfüllung aufgeschoben wird²⁹³. Gemäss ihrer bisherigen Praxis lässt die Übernahmekommission derartige Bedingungen aber nur zu, wenn der Anbieter bereits im Übernahmeprospekt festgehalten hat, dass die betreffende Bedingung zu einem Aufschub des Vollzuges führt, falls sie beim Ablauf des Angebots noch nicht erfüllt worden ist²⁹⁴. Derartige Resolutivbedingungen führen dazu, dass ein An-

²⁸⁹ Dazu im Einzelnen in III.D. unten.

²⁹⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E. 8.11).

²⁹¹ Dazu im Einzelnen Ziff. III.F.4. hinten.

²⁹² Art. 13 Abs. 4 und 5 UEV.

²⁹³ Art. 13 Abs. 6 UEV; z.B. Zustimmung der Generalversammlung zu Statutenänderungen, Genehmigung von Fusionskontrollbehörden etc.

²⁹⁴ 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).

gebot trotz Annahme durch die Aktionäre der Zielgesellschaft nachträglich noch dahinfällt, wenn die betreffende Bedingung nicht erfüllt werden kann, d. h. die zuständigen Fusionskontrollbehörden ihre Zustimmung zur geplanten Übernahme verweigern.

Da ein über lange Zeit schwebendes Angebot für die Anleger problematisch ist, kann die Übernahmekommission beim längeren Fusionskontrollverfahren auch anordnen, dass der Anbieter unabhängig vom Verfahren die gültig angebotenen Aktien der Zielgesellschaft übernimmt und selber eine Lösung findet, die kartellrechtskonform ist²⁹⁵.

4.4 Feststellung des Eintrittes der Bedingungen

Gemäss Art. 13 Abs. 5 UEV muss der Anbieter bei der Publikation des definitiven Zwischenergebnisses²⁹⁶ bekannt geben, ob die von ihm gestellten Bedingungen erfüllt worden sind bzw. ob einzelne Bedingungen zu einem Aufschub des Vollzugs führen.

Der Anbieter kann aber auch jederzeit auf die Erfüllung einer Bedingung verzichten, da dies eine für die Aktionäre günstige Änderung seines Angebotes ist, die gemäss Art. 15 UEV zulässig ist.

5. Finanzierung des Angebots

Der Anbieter muss im Zeitpunkt, in dem er das Angebot publiziert, die Finanzierung seines Angebotes vollumfänglich gesichert haben, indem er über genügend flüssige Mittel oder aber über Kreditzusagen von Banken verfügt²⁹⁷. Diese Kreditzusagen müssen für die gesamte mögliche Angebotsdauer fest sein und dürfen nicht weitergehenden Bedingungen unterworfen sein als das Angebot selbst, da andernfalls das Angebot nicht in jedem Fall finanziert wäre. Dies bedingt insbesondere, dass die Material Adverse Change Klauseln im Kreditvertrag nicht weitergehen als die entsprechenden Klauseln im öffentlichen Angebot.

Der Bestand der Finanzierung muss gemäss Art. 20 UEV im Angebotsprospekt bestätigt und gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. c UEV auch von der Prüfstelle geprüft werden.

Auch bei einem Tauschangebot müssen die zum Tausch angebotenen Titel im Zeitpunkt des Angebots existieren und für das Tauschangebot tatsächlich zur

²⁹⁵ Beispielsweise können in Verhandlungen mit den zuständigen Kartellbehörden zum Teil dadurch Lösungen gefunden werden, dass der Übernehmer bis zum Abschluss des Fusionskontrollverfahrens auf die Ausübung der Kontrolle über die Zielgesellschaft verzichtet, indem er die erworbenen Aktien in einen Trust einbringt, der die Möglichkeit zur Veräusserung der betreffenden Aktien gibt, falls sich die zuständigen Fusionskontrollbehörden gegen die entsprechende Übernahme aussprechen.

²⁹⁶ Dazu im Einzelnen Ziff. III.F.4. hinten.

²⁹⁷ Vgl. Verfügung der UEK 402/01 vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec (E. 15).

Verfügung stehen, was von der Prüfstelle ebenfalls überprüft werden muss²⁹⁸. Soweit allerdings für die Schaffung der für den Umtausch notwendigen Wertpapiere gesellschaftsrechtliche Handlungen vorgenommen werden müssen, die der Anbieter bzw. sein oberstes Leitungsorgan nicht allein vornehmen können, kann der Anbieter das Tauschangebot unterbreiten, bevor die entsprechenden Schritte zur Schaffung der zum Tausch angebotenen Titel durchgeführt worden sind. Dieser Fall tritt zum Beispiel ein, wenn eine schweizerische Publikumsgesellschaft ein Tauschangebot macht und dabei mehr Aktien benötigt, als sie an eigenen Aktien und genehmigtem Kapital verfügt – in diesem Fall muss die Generalversammlung dieser Gesellschaft der Kapitalerhöhung sowie dem Ausschluss des Bezugsrechtes der bestehenden Aktionäre zustimmen. Das Angebot muss in einem derartigen Fall unter die Bedingung gestellt werden, dass die Generalversammlung des Anbieters den entsprechenden Kapitalerhöhungsbeschluss fasst²⁹⁹. Der Verwaltungsrat der übernehmenden Gesellschaft muss in diesem Fall gemäss Art. 20 Abs. 2 UEV im Übernahmeprospekt bestätigen, dass er alle Massnahmen, die zur Schaffung der betreffenden Aktien notwendig sind, eingeleitet hat, d. h. eine Generalversammlung einberufen hat, dieser die entsprechenden Anträge gestellt hat und dass er diese Anträge auch unterstützen wird³⁰⁰.

²⁹⁸ Art. 20 Abs. 2 UEV.

²⁹⁹ Vgl. dazu oben Ziff. III.B.4.1.5.

³⁰⁰ Soweit wesentliche Aktionäre im Verwaltungsrat der übernehmenden Gesellschaft vertreten sind, verlangt die Übernahmekommission, dass diese bestätigen, dass sie der beantragten Kapitalerhöhung zustimmen werden.

C. ANGEBOTSPROSPEKT, VORANMELDUNG UND ANGEBOTSPROVOKATION

- *Der Angebotsprospekt muss die Angaben enthalten, die für den Investor notwendig sind, um Vor- und Nachteile des Angebots abwägen zu können. Insbesondere sind Angaben über den Anbieter, die Finanzierung des Angebots, Gegenstand und Preis des Angebots sowie die Absichten, die der Anbieter in Bezug auf die Zielgesellschaft hat, offenzulegen. Im Angebotsprospekt muss der Anbieter bestätigen können, dass er keine Informationen über die Zielgesellschaft hat, die dem Publikum unbekannt sind, den Entschluss der Aktionäre, das Angebot anzunehmen aber beeinflussen können, was es notwendig macht, derartige Informationen vorgängig zu veröffentlichen.*
- *Der Angebotsprospekt muss vor der Veröffentlichung von einer Prüfstelle geprüft werden. In der Praxis wird er auch der Übernahmekommission zur Vorprüfung vorgelegt.*
- *Der Angebotsprospekt muss in Deutsch und Französisch veröffentlicht werden. Zusätzlich zur elektronischen Veröffentlichung muss der Prospekt auch noch in je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung publiziert werden.*
- *Der Anbieter kann vor der Publikation des Angebotsprospektes auch eine formelle Voranmeldung veröffentlichen, was den Vorteil hat, dass die Zielgesellschaft von diesem Zeitpunkt an in ihren Abwehrmassnahmen beschränkt ist und dass auch nur die Kurse vor der Veröffentlichung der Voranmeldung für den Mindestpreis bei Pflichtangeboten massgebend sind. Bei Veröffentlichung einer Voranmeldung muss der Anbieter aber innert sechs Wochen ein vollständiges Angebot machen, das inhaltlich mit der Voranmeldung übereinstimmt.*
- *Legt ein potentieller Anbieter seine Übernahmeabsicht informell offen, so kann ihn die Übernahmekommission verpflichten, innert einer bestimmten Frist entweder ein Angebot zu veröffentlichen oder aber zu erklären, dass er innert sechs Monaten kein Angebot für die Aktien der Zielgesellschaft machen wird. Dieses Vorgehen ermöglicht einer Zielgesellschaft, durch einen Antrag an die Übernahmekommission klare Verhältnisse zu schaffen, wenn ein Dritter durch entsprechende Äusserungen über ein mögliches Angebot Aktionäre und Mitarbeiter verunsichert.*

1. Inhalt des Angebotsprospekts

Gemäss Art. 24 Abs. 1 BEHG muss der Anbieter einen Angebotsprospekt veröffentlichen, der alle für die Aktionäre der Zielgesellschaft notwendigen Angaben über das Angebot enthält. Die im Angebotsprospekt enthaltenen Informationen müssen wahr und vollständig sein, so dass es den Aktionären der Zielgesellschaft möglich ist, auf Basis vollständiger Information einen Entscheid über Annahme oder Ablehnung des Angebots zu fällen.

Der notwendige Inhalt des Angebotsprospektes ergibt sich im Einzelnen aus Art. 19 ff. UEV. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um folgende Angaben:

1.1 Angaben über den Anbieter

Gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. a und e UEV müssen Firma, Sitz, Kapital und hauptsächliche Geschäftstätigkeit des Anbieters offengelegt werden und es muss auch angegeben werden, wo die letzte veröffentlichte Jahresrechnung des Anbieters bezogen werden kann. Damit sich die Aktionäre der Zielgesellschaft auch ein Bild über die Eigentumsverhältnisse am Anbieter machen können, müssen gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV alle Aktionäre und Aktionärsgruppen, die mehr als 3% der Stimmrechte am Anbieter halten, offengelegt werden³⁰¹, wobei zusätzlich auch noch diejenigen Aktionäre zu bezeichnen sind, welche den Anbieter direkt oder indirekt beherrschen, d. h. auf seine Organe einen bestimmenden Einfluss ausüben.

1.2 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 beim Angebot in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln³⁰².

1.2.1 Der Kreis der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln

Zur Definition der "gemeinsamen Absprache" verweist Art. 11 UEV dabei auf die Definition der Gruppe für die Meldepflicht von Beteiligungen³⁰³. Dementsprechend werden nach der Praxis der Übernahmekommission 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

³⁰¹ 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 beherrschen, die als Aktionäre angegeben wurden.

³⁰² Vgl. Verfügung 548/01 der UEK vom 2. Oktober 2013 i.S. Acino (E. 3). Dabei sind jeweils die wirtschaftlich berechtigten Personen anzugeben; vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding; Verfügung 402/01 der UEK vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec; Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 (E. 6.2).

³⁰³ Art. 10 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA; dazu im Einzelnen oben Ziff. II.D.1.

Angebotes mit dem Anbieter koordinieren, von dieser Bestimmung erfasst³⁰⁴. Daher sind insbesondere folgende Personen aufgrund "gemeinsamer Absprache" im Angebotsprospekt aufzuführen:

- Aktionäre der Zielgesellschaft, die mit dem Anbieter vor Veröffentlichung des Angebots Verhandlungen geführt haben und sich mit ihm auf die Bedingungen des Angebots geeinigt haben. Normalerweise handelt es sich dabei um Hauptaktionäre der Zielgesellschaft, deren Zustimmung der Anbieter sich vor Lancierung des Angebots sichern wollte³⁰⁵;
- Aktionäre der Zielgesellschaft, die dem Anbieter bereits vor der Veröffentlichung des Angebots zugesichert haben, dass sie das Angebot annehmen werden³⁰⁶;
- Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot nicht annehmen, aber bereits vor Veröffentlichung des Angebots mit dem Anbieter vereinbart haben, dass sie nach der Übernahme zusammen mit dem Anbieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft ausüben werden;
- Die Zielgesellschaft selbst soweit ihr Verwaltungsrat dem Angebot vorgängig zugestimmt hat und dieses unterstützt³⁰⁷;
- Aktionäre, die den Anbieter beherrschen³⁰⁸; und
- Konzerngesellschaften des Anbieters.

Gemäss Art. 11 Abs. 2 UEV wird vom Vertreter des Anbieters nicht vermutet, dass er bezüglich eines allfälligen Aktienbestandes in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelt. Diese Vermutung gilt allerdings dann nicht, wenn der Vertreter mit dem Anbieter wirtschaftlich verbunden ist oder selbst über Aktien der Zielgesellschaft verfügt und zusichert, dass er diese ebenfalls dem Anbieter abtreten wird³⁰⁹.

³⁰⁴ Vgl. Verfügung 500/01 der UEK vom 22. Dezember 2011 i.S. Sarasin (E. 1).

³⁰⁵ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 (E. 3); vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Oktober 1999 i.S. TAG Heuer International (E. 3).

³⁰⁶ Vgl. Verfügung 463/01 der UEK vom 21. Dezember 2010 i.S. Winterthur Technologie (E. 3); vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 2.2).

³⁰⁷ Vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding; vgl. Verfügung 500/01 der UEK vom 22. Dezember 2001 i.S. Sarasin (E. 1).

³⁰⁸ Vgl. Verfügung 411/01 der UEK vom 19. Juni 2009 i.S. Métraux (E. 3); vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 2.1).

³⁰⁹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2003 (E. 3.4). Da der Vertreter des Übernehmers im Rahmen seiner auftragsrechtlichen Treuepflicht letztlich gar nicht anders handeln kann als seine Aktien dem Übernehmer anzubieten, dürfte die Vermutung von Art. 11 Abs. 2 UEV immer dann umgestossen werden, wenn der Vertreter des Übernehmers tatsächlich Aktien hält.

Bei den Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, muss im Angebotsprospekt nicht nur die Identität offengelegt, sondern auch der Inhalt der vertraglichen Bindung bzw. Absprache mit dem Anbieter in den Grundzügen dargestellt werden³¹⁰.

1.2.2 Pflichten der Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln

Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, müssen die in Art. 12 UEV festgehaltenen Regeln einhalten³¹¹:

- **Einhaltung der Meldepflicht während des Übernahmeverfahrens**
Auch die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, müssen dieser Meldepflicht nachkommen und täglich über Käufe und Verkäufe in Aktien der Zielgesellschaft melden.

- **Anwendung der Best Price Rule**
Kauft eine Person, die in Absprache mit dem Anbieter handelt, während der Angebotsfrist bzw. in den sechs Monaten nach Vollzug des Angebotes Aktien der Zielgesellschaft zu einem Preis, der über dem Angebotspreis liegt, so führt dies genau gleich wie Käufe des Anbieters selbst zu einer Erhöhung des Angebotspreises. Die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, dürfen gegenüber den Anlegern keine Täuschungshandlungen vornehmen, d. h. die Anlegerin in Bezug auf das Angebot nicht täuschen, weder Kursmanipulationen vornehmen noch Informationen abgeben, die für das Publikum täuschend oder irreführend sind.

Obwohl die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, relativ weitreichende Pflichten haben, haben sie keine Verpflichtung bezüglich der Zahlung des Angebotspreises. Diese Verpflichtung obliegt allein dem Anbieter³¹².

1.3 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, in dem er das Angebot unterbreitet, ist und wie viele Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft er in den letzten zwölf Monaten vor dem Angebot gekauft und verkauft hat³¹³. Dabei müssen die bei den einzelnen Transaktionen bezahlten Preise zwar nicht angegeben werden. Der Anbieter muss aber den höchsten Preis offenlegen, den er in diesem Zeitraum bezahlt hat, da dieser

³¹⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E. 6.2).

³¹¹ Vgl. Verfügung 410/01 der UEK vom 29. Mai 2009 i. S. Quadrant (E. 5).

³¹² Vgl. Art. 12 Abs. 2 UEV.

³¹³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 10. Oktober 2001 i.S. Christ (E. 2.1).

Preis für die Berechnung des Pflichtangebotspreises im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG entscheidend ist³¹⁴.

1.4 Gegenstand und Preis des Angebots

Der Angebotsprospekt muss darstellen, für wie viele Aktien das Angebot unterbreitet wird, wobei im Falle eines Teilangebotes die Höchstzahl der zu übernehmenden Beteiligungspapiere angegeben werden muss³¹⁵.

Der Preis bzw. die zum Tausch angebotenen Wertpapiere müssen genau spezifiziert werden, wobei für jede Kategorie von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft der anwendbare Preis bzw. das anwendbare Umtauschverhältnis angegeben werden muss³¹⁶.

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. Diese Erklärung ist problemlos, 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. Problematischer ist die Begründung der Preisunterschiede, wenn die Preise der einzelnen Aktienkategorien aufgrund unterschiedlicher Rechte differenziert werden, insbesondere, wenn bei Vorzugs- oder Stimmrechtsaktien die erhöhten Vermögens- bzw. Mitwirkungsrechte abgegolten werden. In diesem Fall muss nach dem oben in Ziff. III.B.2.4 dargestellten Prinzip der relativen Gleichbehandlung begründet werden, wie die entsprechenden zusätzlichen Rechte bewertet worden sind.

1.5 Angaben über die Finanzierung des Angebots

Gemäss Art. 20 UEV muss der Anbieter im Angebotsprospekt offenlegen, wie er die Übernahme finanziert. Insbesondere muss er erklären, ob der für die Übernahme notwendige Betrag aus vorhandenen liquiden Mitteln oder aber durch die Aufnahme von Fremd- bzw. Eigenkapital gedeckt wird. Dabei genügt es, die Art der Finanzierung darzustellen. Die Personen, welche die betreffenden Mittel konkret zur Verfügung stellen (d. h. insbesondere Kreditbanken) und die Kosten bzw. Konditionen der Finanzierung müssen dagegen nicht bekannt gegeben werden³¹⁷. Diese Details müssen allerdings der Prüfstelle offen-

³¹⁴ Diese Angaben müssen aber auch dann gemacht werden, wenn die Preisregeln über Pflichtangebote nicht zur Anwendung kommen; vgl. Empfehlung der UEK vom 10. Oktober 2001 i.S. Christ (E. 2.1).

³¹⁵ Art. 21 Abs. 1 UEV.

³¹⁶ Art. 21 Abs. 2 UEV.

³¹⁷ Der Wortlaut der per 1.1.2009 geänderten Übernahmeverordnung verbietet allerdings die in der bisherigen Praxis zum Teil gebräuchlichen äusserst vagen Formulierungen, die sämtliche Finanzierungsmöglichkeiten offen lassen. Dementsprechend müssen mindestens die konkreten Beträge

gelegt werden, die prüfen muss, ob die Finanzierung des Angebots tatsächlich gesichert ist und im Prospekt auch eine entsprechende Bestätigung abgeben muss³¹⁸.

Soweit ein Tauschangebot unterbreitet wird, muss dargestellt werden, woher die zum Tausch angebotenen Titel stammen, d. h. ob es sich um eigene Aktien handelt, die der Anbieter selber hält, oder um genehmigtes Kapital, das vom Verwaltungsrat des Anbieters selbst ausgegeben werden kann, oder ob ein Kapitalerhöhungsbeschluss der Generalversammlung notwendig ist. In diesem Fall muss der Anbieter bestätigen, dass er sämtliche Schritte zur Schaffung der betreffenden Titel, d. h. zur Durchführung der Kapitalerhöhung eingeleitet hat, was insbesondere erfordert, dass der Verwaltungsrat des Anbieters eine Generalversammlung einberuft und die entsprechenden Anträge stellt³¹⁹.

1.6 Angaben über die Zielgesellschaft

Der Anbieter muss im Angebotsprospekt bezüglich der Zielgesellschaft folgende Angaben machen:

– 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. Insbesondere muss er angeben, ob die Zielgesellschaft als unabhängige Gesellschaft weitergeführt oder in die Organisation des Anbieters integriert wird³²⁰. Der Anbieter muss aber vor allem auch darstellen, welche Ausschüttungspolitik die Zielgesellschaft nach der Übernahme verfolgen wird und ob die Aktien der Zielgesellschaft dekotiert werden sollen, da gerade diese Punkte für den Aktionär beim Entscheid, die Aktie zu behalten oder zu verkaufen, wesentlich sind³²¹. Aus dem gleichen Grund muss der Anbieter auch angeben, ob er ein Kraftloserklärungsverfahren durchführen wird, wenn seine Beteiligung 98% erreicht bzw. ob er bei 90% eine "Barfusion" durchführen will³²².

angegeben werden, die durch eigene Liquidität, durch kurz- und langfristige Fremdfinanzierung sowie durch Eigenkapitalaufnahme gedeckt werden.

³¹⁸ Art. 27 Abs. 1 lit. c UEV.

³¹⁹ Art. 20 Abs. 2 UEV.

³²⁰ Dabei genügen gerade bei feindlichen Übernahmen relativ summarische Angaben, wobei der Anbieter auch den Entscheid zwischen den verschiedenen Alternativen für die rechtliche Integration der Zielgesellschaft in sein Unternehmen (Fusion, Liquidation, etc.) offen lassen kann, sofern er nicht alle Informationen hat, die für die Planung seines weiteren Vorgehens notwendig sind; vgl. Verfügung 550/04 der UEK vom 13. Januar 2014 i.S. Victoria-Jungfrau Collection (E. 6); vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E. 7).

³²¹ Die Ankündigung, Dividenden ausfallen zu lassen und die Dekotierung zu beantragen wird auch häufig dazu verwendet, um die Aktionäre zu einer Annahme des Angebotes zu motivieren.

³²² Bei einer Barfusion fusioniert der Anbieter die Zielgesellschaft mit einer Tochtergesellschaft und gibt den Aktionären der Zielgesellschaft keine Aktien, sondern nur einen Barbetrag, der typischerweise dem Betrag entspricht, der vorher im Rahmen des öffentlichen Angebotes abgegeben wurde. Eine derartige Barfusion ist gemäss Art. 8 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 FusG möglich, wenn 90%

– **Vereinbarungen zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft, deren Organen und Aktionären**

Im Angebotsprospekt muss gemäss Art. 23 Abs. 1 lit. b UEV auch offengelegt werden, welche Vereinbarungen zwischen dem Anbieter einerseits und der Zielgesellschaft selbst bzw. einzelnen Verwaltungsräten, Aktionären oder Direktoren der Zielgesellschaft andererseits bestehen. Obwohl Art. 23 UEV von allen Vereinbarungen zwischen den betreffenden Parteien spricht, beschränkt sich die Offenlegungspflicht nach dem Sinn des Angebotsprospektes auf Vereinbarungen, die sich auf die Übernahme beziehen bzw. für diese relevant sind, so dass Lieferverträge zwischen Anbieter und Zielgesellschaft, die für die Übernahme keine materielle Bedeutung haben, nicht erwähnt werden müssen. 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 Angebots häufig Vereinbarungen geschlossen, in denen die Bedingungen der Übernahme und auch der Integration der Zielgesellschaft in die Organisation des Anbieters sowie die weitere Beschäftigung der Organe der Zielgesellschaft geregelt werden³²³. Derartige Vereinbarungen sind für die Aktionäre der Zielgesellschaft wesentlich, weshalb sie im Angebotsprospekt offengelegt werden müssen.

– **Vereinbarungen mit Aktionären der Zielgesellschaft, die in Absprache mit dem Anbieter handeln**

Alle Vereinbarungen zwischen dem Anbieter und Personen, die im Sinne von Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV in Bezug auf das Übernahmeangebot in "gemeinsamer Absprache" mit dem Anbieter handeln, müssen offengelegt werden³²⁴.

– **Vereinbarungen des Anbieters mit Verwaltungsräten und Direktoren**

Zum Teil treffen Anbieter vor der Publikation des Übernahmeangebotes bereits Vereinbarungen mit den Verwaltungsräten und Direktoren der Zielgesellschaft über deren Weiterbeschäftigung bzw. über Abgangsschädigungen, um sich so die Unterstützung dieser Personen zu sichern. Derartige Vereinbarungen oder einseitige Zusicherungen des Anbieters, müssen offengelegt werden, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft diese Interessenkonflikte erkennen können.

der insgesamt ausstehenden Aktienstimmen zustimmen. Ein derartiges Vorgehen führt ebenfalls zu einem "Squeeze-out" der Minderheitsaktionäre.

³²³ Vgl. dazu Ziff. III.L.1.4 und Ziff. III.L.1.5 unten.

³²⁴ Vgl. dazu Ziff. III.F.3. unten.

Bei allen Vereinbarungen, die offengelegt werden müssen, sind im Angebotsprospekt die kommerziell wesentlichen Punkte darzustellen, wobei insbesondere Zahlungen bzw. andere geldwerte Leistungen des Anbieters an Aktionäre und Organe der Zielgesellschaft im Detail dargestellt werden müssen.

– **Bestätigung betreffend zusätzliche Information**

Gemäss Art. 23 Abs. 2 UEV muss der Anbieter im Angebotsprospekt bestätigen, dass er weder direkt noch indirekt von der Zielgesellschaft nicht öffentliche Informationen erhalten hat, welche die Entscheidung der Aktionäre über das Angebot beeinflussen könnten³²⁵. Konnte der Anbieter vor der Publikation des Angebots eine Due Diligence durchführen, 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 vor der Veröffentlichung des Angebots oder aber im Rahmen des Übernahme prospectes selbst dem Publikum offengelegt werden. Die gleiche Offenlegungspflicht entsteht auch, wenn ein Vertreter des Anbieters im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Einsitz hat und dadurch Einblick in die Quartalsergebnisse des Unternehmens oder in andere wesentliche Informationen erhält, die dem Publikum nicht bekannt sind.

1.7 **Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten**

Bei Tauschangeboten müssen gemäss Art. 24 UEV die vorne in Ziff. III.B.3.2 dargestellten zusätzlichen Angaben gemacht werden³²⁶.

Ziel von Art. 24 UEV ist es, den Aktionären der Zielgesellschaft die Informationen zu vermitteln, die notwendig sind, um die Effekten, die ihnen zum Tausch angeboten werden, zu beurteilen bzw. sich ein Bild über deren Wert zu machen. Vergleicht man die Erfordernisse von Art. 24 UEV allerdings mit den Erfordernissen, die bei der Kotierung von Wertpapieren an den Kotierungsprospekt gestellt werden³²⁷, so wird klar, dass die Information im Angebotsprospekt nur sehr oberflächlich ist, da insbesondere die bei Emissionsprospekten notwendige Darstellung der Geschäftstätigkeit des Emittenten und der Risikofaktoren fehlt.

Wie oben in Ziff. III.B.3.2.3 dargelegt, muss bei einem Tauschangebot allerdings praktisch immer noch zusätzlich ein Prospekt im Sinne des Kotierungsreglements erstellt werden, wenn die zum Tausch angebotenen Titel neu an der SIX kotiert werden sollen. Damit wird das Informationsdefizit, das sich aus den rudimentären Publizitätsvorschriften von Art. 24 UEV ergibt, kompensiert.

³²⁵ Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star (E. 4.1).

³²⁶ Dazu im Einzelnen Ziff. III.B.3.2.2 und Kapitel III.D.

³²⁷ Vgl. dazu im Einzelnen Walder Wyss-Broschüre "Kotierung an der SWX".

2. Prüfung des Angebotsprospekts

2.1 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 entspricht³²⁸. Die Prüfstelle erstellt über die Ergebnisse ihrer Prüfung einen kurzen Bericht, der gemäss Art. 27 Abs. 2 UEV im Angebotsprospekt zu veröffentlichen ist.

2.2 Prüfung des Angebotsprospektes durch die Übernahmekommission

Die Übernahmeverordnung sieht nicht vor, dass der Angebotsprospekt der Übernahmekommission zur Vorprüfung vorgelegt werden muss. Gemäss Art. 17 Abs. 7 UEV genügt es, den definitiven Prospekt der Übernahmekommission am Tag seiner Veröffentlichung vorzulegen, da die Gesetzeskonformität des Angebots primär von der Prüfstelle geprüft wird. In der Praxis werden aber Übernahmeangebote meistens bereits vor der Veröffentlichung der Übernahmekommission zur Prüfung vorgelegt, um zu vermeiden, dass die Übernahmekommission nach der Veröffentlichung Einwände erhebt, die eine Übernahme verzögern bzw. zu peinlichen Nachbesserungen am Prospekt führen würden. Es empfiehlt sich, der Übernahmekommission den Entwurf des Übernahmeangebotes mindestens 20 Tage vor der Veröffentlichung zur Prüfung vorzulegen³²⁹. Dieses Vorgehen hat nicht nur den Vorteil, dass nachträgliche Änderungen am Prospekt vermieden werden können³³⁰, sondern auch, dass gemäss Art. 14 Abs. 2 UEV die Karenzfrist von zehn Tagen zwischen Veröffentlichung und Beginn der Angebotsfrist nicht verlängert wird.

Die Übernahmekommission ist auch bereit, bei der Vorbereitung eines Angebotes zur Auslegung relevanter Vorschriften Stellung zu nehmen, so dass allfällige Unsicherheiten vor der Veröffentlichung des Angebots ausgeräumt werden können. Gerade schwierige Fragen, die nicht durch Hinweise auf die bisherige Praxis erledigt werden können, müssen erfahrungsgemäss frühzeitig, d. h. zwei bis drei Wochen vor dem Zeitpunkt des Angebots der Übernahmekommission vorgelegt werden, damit mit dieser eine Lösung gefunden werden kann.

3. Publikation des Angebotsprospektes

Der Angebotsprospekt muss gemäss Art. 18 UEV i.V.m. Art. 6 UEV in Deutsch und Französisch verfasst werden. In der Praxis hat sich eingebürgert,

³²⁸ Zu dieser Prüfung im Einzelnen unten Ziff. III.D.2.

³²⁹ Obwohl die Übernahmekommission grundsätzlich zur Vorprüfung bereit ist, vertritt sie bei feindlichen Übernahmeversuchen die Position, dass keine vorgängige Prüfung erfolgen kann, da bei diesem Verfahren aufgrund des Geheimhaltungsinteresses des Anbieters der Zielgesellschaft das rechtliche Gehör nicht gewährt werden kann; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. November 2000 i.S. Axantis (E. 1); vgl. Empfehlung der UEK vom 7. August 2000 i.S. Intersport.

³³⁰ Vgl. zu derartigen Problemen Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star (E. 1).

dass der Angebotsprospekt auch in Englisch erstellt wird, weshalb heute praktisch alle Angebotsprospekte dreisprachig publiziert werden. Da gemäss Gesetztext weder der französische noch der deutsche Text Vorrang haben, muss bei der Übersetzung sichergestellt werden, dass diese völlig inhaltsgleich sind. Sollen die verschiedenen Prospektversionen inhaltliche Differenzen aufweisen, so gilt die für den Aktionär der Zielgesellschaft günstigere Fassung³³¹. Soweit die englische Version von der deutschen oder französischen Version abweicht, haben die deutsche und die französische Version Vorrang.

Bei der Veröffentlichung steht heute gemäss Art. 6a UEV die elektronische Veröffentlichung im Vordergrund. Diese muss wie folgt erfolgen:

- Veröffentlichung auf der Website des Anbieters oder auf einer für das öffentliche Angebot bestimmten Website³³².
- Zustellung an mindestens zwei bedeutende elektronische Medien, welche Börseninformationen verbreiten³³³.

Diese elektronische Veröffentlichung muss gemäss Art. 6a Abs. 2 UEV mindestens 90 Minuten vor Handelsbeginn oder nach Handelsschluss erfolgen. Gleichzeitig muss der Angebotsprospekt auch der Übernahmekommission zugestellt werden.

Gemäss Art. 6b UEV muss der Prospekt spätestens am dritten Börsentag nach der elektronischen Veröffentlichung in je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht werden.

4. Änderungen des Angebots

Gemäss Art. 15 UEV kann ein veröffentlichtes Angebot geändert werden, sofern sich die Änderung gesamthaft gesehen zugunsten der Aktionäre auswirkt, indem z.B. Bedingungen aufgehoben werden oder der Angebotspreis erhöht wird³³⁴. Für die Aktionäre negative Änderungen, wie beispielsweise die Einfügung weiterer Bedingungen oder die Senkung des Angebotspreises, sind dagegen unzulässig.

³³¹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. InCentive (E. 5). Da die einzelnen Sprachen gleichwertig sind, kann der Anbieter dieses Problem nicht dadurch vermeiden, dass er eine der Fassungen als "massgebend" erklärt.

³³² Bei derartigen Websites muss sichergestellt werden, dass Personen aus Ländern, die vom Angebot ausgeschlossen sind (normalerweise mindestens USA), keinen Zugang zur Website haben.

³³³ z.B. Reuters, Bloomberg etc.

³³⁴ Vgl. Verfügung 416/02 der UEK vom 14. September 2009 i.S. Jelmoli (E. 1), 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).

Der Anbieter kann sein Angebot gemäss Art. 15 Abs. 3 UEV bis spätestens zum letzten Tag des Angebots ändern³³⁵, wobei die Änderung in der gleichen Form wie das ursprüngliche Angebot veröffentlicht werden muss. Wie hinten dargestellt, muss ein Angebot bis zum fünften Börsentag vor Ablauf der Angebotsfrist geändert werden, wenn ein Konkurrenzangebot veröffentlicht worden ist. Wird die Änderung weniger als zehn Börsentage vor Ablauf des Angebots veröffentlicht, so muss die Angebotsfrist um weitere zehn Börsentage verlängert werden³³⁶, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft auf die geänderten Bedingungen reagieren und ihre Aktien ebenfalls noch anbieten können.

Gemäss Art. 34 Abs. 1 UEV muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nach jeder Änderung des Angebotes einen neuen Bericht veröffentlichen, in dem er zur Änderung Stellung nimmt. Dieser Bericht kann relativ kurz sein und sich allein auf die Stellungnahme zur Änderung beschränken. Er muss gemäss Art. 33 Abs. 3 UEV acht Börsentage nach der Publikation der Änderung veröffentlicht werden³³⁷

5. Voranmeldung

5.1 Formelle Voranmeldung eines Angebotes

5.1.1 Veröffentlichung der Voranmeldung

Gemäss Art. 5 UEV kann der Anbieter vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes eine formelle Voranmeldung veröffentlichen³³⁸, die in kurzer Zusammenfassung die Hauptpunkte des Angebots, wie insbesondere den Preis, die Angebotsdauer und die Bedingungen, darstellt³³⁹. Wird eine derartige formelle Voranmeldung veröffentlicht, so muss der Anbieter gemäss Art. 7 UEV innerhalb von sechs Wochen³⁴⁰ nach der Publikation der Voranmeldung ein dieses Voranmeldung entsprechendes öffentliches Angebot publizieren³⁴¹. Das

³³⁵ Vgl. Verfügung 416/02 der UEK vom 14. September 2009 i.S. Jelmoli.

³³⁶ Die Verlängerungsfrist beginnt mit dem Ende der ursprünglichen Angebotsfrist; vgl. Verfügung 416/02 der UEK vom 14. September 2009 i.S. Jelmoli (E. 3); vgl. Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E. 5.2).

³³⁷ Vgl. Verfügung 416/02 der UEK vom 14. September 2009 i.S. Jelmoli (E. 4).

³³⁸ Vgl. für ein Beispiel einer Voranmeldung: Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding (E. 1 ff.). Im Zusammenhang mit einem Pflichtangebot i.S. von Art. 32 BEHG ist es auch möglich, eine bedingte Voranmeldung zu veröffentlichen, wenn gleichzeitig bei der UEK ein Gesuch um eine Ausnahme von der Übernahmepflicht eingereicht wird (vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004 i.S. Societa Elettrica Sopracenerina; dieses Vorgehen hat den Vorteil, dass der minimale Angebotspreis fixiert werden kann, falls das Gesuch um eine Ausnahme von der Angebotspflicht abgelehnt wird.

³³⁹ Art. 5 Abs. 2 UEV.

³⁴⁰ Die UEK kann diese Frist gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV aus sachlichen Gründen erstrecken. Eine Erstreckung ist insbesondere dann möglich, wenn eine behördliche Bewilligung (z.B. Fusionskontrolle) abgewartet werden muss, bevor das Angebot gemacht werden kann; vgl. Verfügung 495/01 der UEK vom 15. Dezember 2011 i.S. Uster Technologies; vgl. Verfügung 95/02 der UEK vom 30. Januar 2012 i.S. Uster Technologies; vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Mai 2004 i.S. Atel.

³⁴¹ Gemäss Art. 7 Abs. 2 UEV dürfen im Angebotsprospekt Änderungen im Verhältnis zur Voranmeldung nur vorgenommen werden, wenn sich diese gesamthaft gesehen zugunsten der Zielge-

Angebot darf für die Aktionäre der Zielgesellschaft günstiger sein als die Voranmeldung, d. h. der Preis kann höher sein und der Anbieter kann auch einzelne Bedingungen weglassen³⁴². Das Angebot darf aber nicht ungünstiger sein, als in der Voranmeldung dargestellt, d. h. es darf insbesondere nicht einen tieferen Preis oder zusätzliche Bedingungen aufweisen. In der Praxis bedeutet dies, dass der Anbieter den definitiven Preis alle Bedingungen, denen er das Angebot unterstellen will, bereits im Zeitpunkt der Voranmeldung festlegen muss³⁴³.

5.1.2 Wirkungen der Voranmeldung

Gemäss Art. 7 Abs. 3 UEV hat die Voranmeldung neben der oben beschriebenen Verpflichtung des Anbieters, ein Angebot zu veröffentlichen, folgende Auswirkungen:

- Der Mindestpreis für das Angebot im Sinne von Art. 32 BEHG³⁴⁴ wird auf den Zeitpunkt der Voranmeldung berechnet. Ein Anstieg des Börsenkurses nach der Veröffentlichung der Voranmeldung führt daher nicht mehr dazu, dass der Anbieter, dessen Angebot unter die Preisregeln für Pflichtangebote fällt, seinen Übernahmepreis erhöhen muss.
- Der Anbieter und mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnde Personen müssen ab dem Zeitpunkt der Voranmeldung der übernahmerechtlichen Meldepflicht nachkommen und alle Transaktionen von Aktien der Zielgesellschaft sowie von Effekten, die zum Tausch angeboten werden, täglich der Übernahmekommission melden³⁴⁵.
- Vom Zeitpunkt der Voranmeldung kommen die börsenrechtlichen Bestimmungen, welche die Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft beschränken, zur Anwendung³⁴⁶, so dass die Zielgesellschaft nach der Publikation der Voranmeldung insbesondere keine Lock-up-Vereinbarungen mit anderen Anbietern mehr treffen oder neue "golden parachutes" für ihre Leitungsorgane abschliessen kann.
- Ab dem Zeitpunkt der Voranmeldung gilt die oben in Ziff. III.B.2.3.2 dargestellte Best Price-Regel. Von diesem Zeitpunkt an können der An-

sellschaft auswirken (vgl. dazu die analoge Vorschrift für die Änderung von Angeboten gemäss Art. 15 UEV).

³⁴² Vgl. Verfügung 422/03 der UEK vom 8. September 2009 i.S. LO holding (E. 8.4).

³⁴³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Centerpulse (E. 5.3.3). Im Gegensatz zu dem bis 31.12.2008 geltenden Recht ist es unter dem neuen Recht nicht mehr möglich, in der Voranmeldung vorzusehen, dass der Angebotspreis nach der Durchführung einer Due Diligence gesenkt wird oder vom Preis, der einem Grossaktionär bezahlt wird, abhängig gemacht wird.

³⁴⁴ Im Einzelnen Ziff. III.I.4.

³⁴⁵ Dazu Ziff. III.F.3. hinten.

³⁴⁶ Vgl. Ziff. III.E.2.2 unten.

bieter und die in Absprache mit dem Anbieter handelnden Personen daher keine Aktien der Zielgesellschaft mehr zu einem Preis erwerben, der über dem Angebotspreis liegt, ohne dass der Anbieter gleichzeitig den Angebotspreis entsprechend erhöht.

- Die zwölf Monate, die für die Berechnung des Mindestpreises für Pflichtangebote entscheidend sind, vom Zeitpunkt der Voranmeldung an gerechnet.

5.1.3 Publikation der Voranmeldung

Die Publikation der Voranmeldung wird in Art. 6 UEV geregelt³⁴⁷, weshalb auf die Ausführungen in Ziff. III.C.3 verwiesen werden kann. Wird das definitive Angebotsinserat innert drei Börsentagen nach der Veröffentlichung der Voranmeldung in den notwendigen Zeitungen veröffentlicht, so muss die Voranmeldung selbst nicht mehr in Zeitungen veröffentlicht werden – die elektronische Publikation genügt in diesen Fällen³⁴⁸.

5.2 Informelle Ankündigung eines Angebotes

Grundsätzlich ist es dem Anbieter auch möglich, ein Angebot im Rahmen einer Medienmitteilung informell anzukündigen, ohne dass die Bindungswirkung einer formellen Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV eintritt. Will der Anbieter eine derartige Mitteilung machen, so muss er allerdings darauf achten, dass die entsprechende Ankündigung klar als Absichtserklärung gekennzeichnet und die Bindungswirkung von Art. 5 UEV ausdrücklich ausgeschlossen wird. In einem derartigen Fall hat die Ankündigung allerdings auch nicht die oben dargestellten positiven Auswirkungen, d. h. ein Anstieg der Kurse der Zielgesellschaft kann zu einer Erhöhung des Preises führen, den der Anbieter gemäss den Regeln über Pflichtangebote zahlen muss. Überdies kann die Zielgesellschaft auch noch Abwehrmassnahmen treffen, die nach der Publikation einer formellen Voranmeldung unzulässig wären. Der Anbieter muss daher die Bindungswirkung, die eine formelle Voranmeldung hat, gegenüber ihren Vorteilen abwägen, wenn er über die Art der Bekanntmachung entscheiden muss. Überdies kann eine informelle Mitteilung der Übernahmeabsicht auch zur unten dargestellten Angebotsprovokation im Sinne von Art. 53 UEV führen.

Sofern hinter der informellen Ankündigung keine Absicht steht, tatsächlich ein Angebot zu machen, kann eine derartige Äusserung auch als Kursmanipulation betrachtet werden, die gemäss Art. 33f BEHG aufsichtsrechtlich verfolgt werden kann und den Urheber zusätzlich auch noch dem Risiko einer strafrechtlichen Sanktion im Sinne von Art. 40a BEHG aussetzt.

³⁴⁷ Vgl. Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E. 3).

³⁴⁸ Verfügung 549/01 der UEK vom 10. Oktober 2013 i.S. Absolute Invest (E. 1).

6. Provokation eines Angebotes

Gibt eine Person öffentlich bekannt³⁴⁹, dass sie ein Angebot beabsichtigt oder die Möglichkeit eines Angebotes in Betracht zieht, kann die Übernahmekommission die betreffende Person verpflichten, innerhalb einer von der Übernahmekommission festgelegten Frist, entweder³⁵⁰:

- ein Angebot für die Zielgesellschaft zu veröffentlichen oder
- öffentlich zu erklären, innerhalb von sechs Monaten weder ein Angebot zu unterbreiten noch Aktien in einem Ausmass von der Zielgesellschaft zu erwerben, welche die Angebotspflicht auslöst.

Diese Möglichkeit, die Frage eines Angebotes zu klären, ist für Zielgesellschaften äusserst wertvoll, wenn ein potentieller Anbieter ein Angebot informell in Aussicht stellt oder sogar androht und so bei den Aktionären und den Mitarbeitern der betroffenen Gesellschaft Unsicherheit über die Zukunft der Gesellschaft schafft. Die betroffene Gesellschaft kann in einer derartigen Situation bei der Übernahmekommission eine entsprechende Anzeige machen und gemäss Art. 53 UEV eine Fristansetzung an den potentiellen Anbieter beantragen. Nach Anhörung von Anbieter und Zielgesellschaft kann die Übernahmekommission dann eine entsprechende Verfügung erlassen³⁵¹.

Erlässt die Übernahmekommission eine entsprechende Verfügung, so muss der Anbieter entscheiden, entweder in der gesetzten Frist mindestens eine Voranmeldung zu veröffentlichen oder sich der Verpflichtung unterziehen, sechs Monate lang kein Angebot zu machen. Hält sich der Anbieter nicht an seine Verpflichtung, kein Angebot zu unterbreiten, so ist dieses gegenüber den Aktionären dennoch gültig. Allerdings gelten in einem derartigen Fall gemäss Art. 53 Abs. 4 UEV vom Zeitpunkt der Verfügung an alle für den Anbieter belastenden Folgen einer Voranmeldung.

³⁴⁹ Als öffentliche Bekanntgabe gelten insbesondere Pressemitteilungen des betreffenden potenziellen Anbieters aber auch Äusserungen, die in Interviews oder in elektronischen Medien gemacht werden; vgl. Verfügung 467/02 der UEK vom 24. Februar 2011 i.S. File Tool (E. 1).

³⁵⁰ Vgl. Verfügung 467/02 der UEK vom 24. Februar 2011 i.S. File Tool (E. 1).

³⁵¹ Diese Verfügung kann bei der FINMA angefochten werden, wobei die Verfügung der FINMA dann beim Bundesverwaltungsgericht mit Beschwerde angefochten werden kann.

D. VERFAHREN, VERFAHRENSRECHTE UND ROLLE DER PRÜFSTELLE

- *Vor Veröffentlichung des Angebots muss der Anbieter eine Prüfstelle zur Prüfung des Prospekts und der Angebotsabwicklung bestimmen. Es muss sich dabei um eine Revisionsgesellschaft oder einen Effekthändler handeln. Die Prüfstelle muss aber in jedem Fall vom Anbieter unabhängig sein.*
- *Die Prüfstelle wird zwar im Auftrag des Anbieters tätig, ist bezüglich der Prüfung von Angebotsprospekt und Abwicklung ein "verlängerter Arm" der Übernahmekommission, da sie die Ergebnisse ihrer Prüfung und insbesondere allfällige Gesetzverstöße direkt der Übernahmekommission melden muss.*
- *Die Prüfstelle prüft, ob der Angebotsprospekt vollständig und inhaltlich wahr ist. Nach der Veröffentlichung des Angebotsprospektes überprüft sie, ob bei der Abwicklung des Angebots die gesetzlichen Vorschriften eingehalten werden.*

1. Parteien des Verfahrens

Beim Übernahmeverfahren handelt es sich zwar um ein Verwaltungsverfahren. Dieses Verfahren hat aber viele Züge eines kontradiktorischen Zivilverfahrens, da sich im Normalfall Anbieter und Zielgesellschaft als Gegenparteien gegenüberstehen. Die UEK sieht sich dabei häufig in der Rolle eines Schiedsrichters, der in möglichst neutraler Weise das Verfahren regelt und zwischen den Parteien steht. Die UEK geht davon aus, dass dieses kontradiktorische Verfahren den Anleger schützt, da die Parteien gegenseitig auf Fehler der jeweils anderen Partei hinweisen.

Der Gedanke, dass durch das kontradiktorische Verhalten von Zielgesellschaft und Anbieter Übernahmerecht und Anlegerschutz verwirklicht werden, gilt allerdings nur bei feindlichen Übernahmen. Bei freundlichen Übernahmen und vor allem in den Fällen, in denen der Anbieter bereits vor der Transaktion den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft beherrscht³⁵², hat die Zielgesellschaft aber keinerlei Veranlassung, der Übernahmekommission allfällige Rechtsverletzungen des Anbieters mitzuteilen oder sich sonst irgendwie für die Interessen der Minderheitsaktionäre einzusetzen. Besonders problematisch wird die Situation dann, wenn Verwaltungsrat und Management der Zielgesellschaft mit dem Anbieter direkt zusammenarbeiten, da diese Personen sich selbst am Anbieter beteiligen bzw. einen Management-Buy-Out durchführen. Exemplarisch war die Situation bei der Übernahme der Quadrant AG durch die Aquamit B.V., die zu 50% von Mitsubishi Plastic und zu 50% vom Management der Quadrant AG

³⁵² Diese Situation ergibt sich beim Going Private durch den Mehrheitsaktionär.

beherrscht wurde. In diesem Fall arbeiteten Anbieter und Verwaltungsrat der Zielgesellschaft klar allein für die eigenen Interessen und nicht für die Aktionäre der Zielgesellschaft³⁵³.

Stimmen die Interessen von Zielgesellschaft und Anbieter überein, so sind die in Ziff. III.E.1.1.4 dargestellten Regeln über die Offenlegung und Bewältigung von Interessenkonflikten in der Praxis meistens wenig wirksam. Diese Vorschriften verlangen zwar, dass die Beschlüsse des Verwaltungsrates bezüglich des öffentlichen Angebotes von einem Ausschuss gefällt wird, der sich aus Verwaltungsräten ohne Interessenkonflikt zusammensetzt oder dass sich der Verwaltungsrat bei seiner Entscheidung auf eine Fairness Opinion stützt. Die Erfahrung zeigt aber, dass in diesen Situationen auch für die "neutralen" Verwaltungsräte normalerweise klar die Interessen des Hauptaktionärs bzw. des "freundlichen" Bieters im Vordergrund stehen. Auch die Verfasser der Fairness Opinions verhalten sich im Normalfall in diesem Sinne, da sie ja von der Zielgesellschaft bezahlt und instruiert werden.

Im Einzelnen haben folgende Personen im Übernahmeverfahren Parteistellung:

1.1 Anbieter und Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln

Gemäss Art. 33b BEHG haben im Verfahren von der Übernahmekommission der Anbieter und die Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln, Parteistellung. Die Personen, die mit dem Anbieter in Absprache handeln, können daher ihre Rechte selbständig im Verfahren geltend machen. Dies ermöglicht es ihnen insbesondere, sich zu den Pflichten zu äussern, die ihnen aufgrund ihrer Stellung auferlegt werden.

Haben mehrere Anbieter in einem Verfahren Angebote unterbreitet, so sind gemäss Art. 56 Abs. 2 UEV alle diese Konkurrenzanbieter Verfahrensparteien und haben die gleichen Verfahrensrechte.

Potenzielle Anbieter, d. h. Parteien und Personen, welche die Absicht haben, ein Angebot für eine bestimmte Zielgesellschaft zu machen, aber noch kein Angebot gemacht haben, haben dagegen keine Parteistellung. Sie können daher bei einem laufenden Verfahren weder Anträge stellen noch Akteneinsicht nehmen – diese Rechte haben sie erst, wenn sie ein Angebot unterbreiten oder voranmelden und so selbst zum Anbieter bzw. Konkurrenzanbieter werden. Potenzielle Anbieter haben allerdings dann Parteistellung, wenn es um ihre eigene Position geht, weil die UEK beispielsweise ein Verfahren betreffend Angebotsprovokation im Sinne von Art.53 UEV eröffnet, oder behauptet, dass ein

³⁵³ Vgl. Verfügung der UEK 410/01 vom 29. Mai 2009 i.S. Quadrant sowie die nachfolgenden Verfügungen.

bestimmtes Verhalten der betreffenden Person bereits als Angebot gewertet werden kann.

1.2 Zielgesellschaft

Die Zielgesellschaft ist gemäss Art. 33b BEHG ebenfalls Partei des Übernahmeverfahrens und kann gegenüber der Übernahmekommission alle Parteirechte geltend machen.

1.3 Aktionäre der Zielgesellschaft

1.3.1 Voraussetzungen für die Parteistellung

Gemäss Art. 33 b Abs. 3 BEHG können Aktionäre der Zielgesellschaft nur dann Parteistellung erlangen, wenn sie mindestens 3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten und bei der Übernahmekommission ausdrücklich Parteistellung beanspruchen³⁵⁴. Art. 57 UEV sieht vor, dass der Antrag eines qualifizierten Aktionärs um Erhalt der Parteistellung innert fünf Börsentagen nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes bzw. der ersten Verfügung der Übernahmekommission zum Angebot bei der Übernahmekommission eingereicht werden muss³⁵⁵. 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 3% der Stimmrechte hält. Diese Beteiligung muss der betreffende Aktionär während des ganzen Verfahrens vor der Übergabekommission sowie auch im Rechtsmittelverfahren aufrechterhalten – er kann daher nicht die Aktien in einem Angebot einliefern und gleichzeitig den Preis wegen einer Verletzung der Best Price Regel anfechten³⁵⁶.

Nach Ablauf der fünftägigen Frist kann ein Aktionär keine Parteistellung mehr erlangen. Damit sind nicht nur alle Aktionäre von der Parteistellung ausgeschlossen, welche diese Frist verpasst haben, sondern auch alle Aktionäre, die ihre Beteiligung erst nach dieser Frist erworben haben. Diese Fristenregelung ist dann problematisch, wenn sich ein Problem erst relativ spät im Übernahmeverfahren ergibt, z.B. weil die Best Price Regel verletzt wird. In diesen Fällen hat ein Aktionär, obwohl er ganz direkt betroffen ist, nur die Möglichkeit, eine Anzeige zu machen, bei der er keine Parteirechte hat³⁵⁷.

Die Beteiligung von 3% muss von einem individuellen Aktionär gehalten werden – der Gesetzestext lässt keine Gruppenbildung zu, wie dies beispielsweise

³⁵⁴ Vgl. Beispiel Verfügung 410/02 der UEK vom 16. Juni 2009 i.S. Quadrant.

³⁵⁵ Vgl. Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i. S. Harwanne (E. 1). Beim Verfahren betreffend Angebotspflicht beginnt diese fünftägige Frist nach der Veröffentlichung der Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft.

³⁵⁶ Diese Bestimmung ist für die Position des Aktionärs äusserst ungünstig. Sie verhindert letztlich, dass ein Aktionär ein Angebot annehmen, aber gleichzeitig eine Erhöhung des Angebots wegen Verletzung der Best Price Regel bzw. des Gleichbehandlungsgrundsatzes verlangen kann.

³⁵⁷ Alternative wäre allerdings eine Klage auf Zahlung des erhöhten Betrages vor dem Zivilgericht.

bei aktienrechtlichen Minderheitsrechten möglich ist, für die eine gewisse Mindestbeteiligung notwendig ist³⁵⁸.

1.3.2 Aktionäre ohne Parteistellung

Aktionäre, welche die 3%-Hürde nicht erreichen oder die Frist nicht eingehalten haben, können das Übernahmeverfahren nur noch dadurch beeinflussen, dass sie – falls sie eine Verletzung des Übernahmerechts vermuten – der Übernahmekommission eine Anzeige zustellen. Eine derartige Anzeige muss von der Übernahmekommission entgegengenommen und im Rahmen der Offizialmaxime beachtet werden. Dies bedeutet, dass die Übernahmekommission aus eigenem Antrieb tätig werden muss, wenn sich aus der Anzeige tatsächlich Anzeichen für eine Rechtsverletzung ergeben. Der Anzeiger hat aber keinerlei Parteirechte, d. h. er kann die Akten nicht einsehen und er wird auch nicht über die Gegenargumente von Zielgesellschaft oder Anbieter informiert.

1.3.3 Kritische Würdigung

Die Aktionäre haben im Übernahmeverfahren eine sehr eingeschränkte Position. Grösstes Problem ist dabei der Zeitdruck, da sie eine allfällige Einsprache gegen die erste Verfügung der Übernahmekommission, mit der diese im Normalfall den Angebotsprospekt und den Angebotspreis beurteilt, innert fünf Tagen nach Veröffentlichung einreichen muss.

Die Aktionäre werden vom Übernahmeverfahren im Allgemeinen überrascht und müssen sich sofort als Partei konstituieren. Erst wenn sie von der Übernahmekommission als Parteien zugelassen sind, können sie Akteneinsicht nehmen und haben dann nach der Akteneinsicht nur noch zwei bis drei Tage Zeit, um innerhalb der fünftägigen Frist eine Einsprache zu machen. Normalerweise können sie erst bei der Beschwerde an die FINMA eine sorgfältige Argumentation vortragen. Im Weiteren werden Minderheitsaktionäre aber auch durch die Kostenregelung abgeschreckt; Übernahmekommission und FINMA können dem Minderheitsaktionären Kosten auferlegen, die sich nach dem Volumen der gesamten Transaktion und nicht etwa nach ihrem beschränkten Anteil an den ausstehenden Aktien richten. Damit trägt ein Aktionär, der 3% der Aktien hält und dementsprechend auch ein finanzielles Interesse in dieser Höhe hat, 100% des Kostenrisikos.

2. Verfahren vor der Übernahmekommission

2.1 Abschluss des Verfahrens durch Verfügung

Zur Regelung von Rechtsfragen im Zusammenhang mit konkreten Angeboten erlässt die Übernahmekommission Verfügungen im Sinne von Art. 5 VwVG.

³⁵⁸ Die 10%, die gemäss Art. 699 Abs. 3 OR für die Einberufung einer GV oder gemäss Art. 697b OR für die Klage auf Sonderprüfung notwendig sind, können von einer Gruppe aufgebracht werden.

2.2 Verfahrensgrundsätze

Das Verfahren der Übernahmekommission richtet sich gemäss Art. 33b BEHG grundsätzlich nach dem Verwaltungsverfahrensgesetz des Bundes (VwVG). Durch die zusätzlichen Verfahrensbestimmungen der Übernahmeverordnung wird das Verfahren aber stark auf Beschleunigung ausgerichtet, da im Übernahmeverfahren schnelle Entscheide notwendig sind, mit denen noch im Rahmen der laufenden Übernahme für die Beteiligten Rechtssicherheit geschaffen werden kann. Diese Beschleunigung führt naturgemäss auch zu einer Beschränkung der Rechte der Parteien.

Im Einzelnen wird das Verfahren vor der Übernahmekommission durch folgende Grundsätze gestaltet:

– **Offizial- und Untersuchungsmassnahme**

Die Übernahmekommission muss grundsätzlich den relevanten Sachverhalt von Amtes wegen untersuchen bzw. durch die Prüfstelle untersuchen lassen und auch das Recht von Amtes wegen anwenden. Daher kann auch eine Anzeige eines Aktionärs, der nicht Parteistellung hat, durchaus Wirkung entfalten, wenn er tatsächlich eine Rechtsverletzung aufdeckt.

– **Gleichbehandlung und rechtliches Gehör**

Die Parteien haben im Rahmen des von Art. 30 ff. VwVG Anspruch auf rechtliches Gehör und Gleichbehandlung. Die Übernahmekommission gibt daher den Parteien die Möglichkeit zu Sachverhaltselementen, welche bei den Parteien Pflichten auslösen oder zu einer Belastung einer Partei führen können, Stellung zu nehmen³⁵⁹. Sie stellt allen Parteien sämtliche Eingaben der anderen Parteien zu und räumt ihnen die Möglichkeit zur Äusserung ein³⁶⁰.

– **Akteneinsichtsrecht**

Die Parteien haben im Übernahmeverfahren auch Akteneinsichtsrecht. Die Übernahmekommission stellt die Akten aber nicht unaufgefordert den Parteien zu. Diese müssen sich laufend durch Anforderung eines Aktenverzeichnisses über allfällige neue Akten informieren.

Leider dokumentiert die Übernahmekommission aber mündliche bzw. telefonische Äusserungen der Parteien nicht. Es kann daher passieren, dass eine Partei ohne Kenntnis der anderen laufend mit der Übernahmekommission mündliche Verhandlungen führt und sie beeinflusst, ohne dass dies die andere Partei bemerkt bzw. in den Akten nachvollziehen kann.

³⁵⁹ Vgl. Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 (E. 53 ff.).

³⁶⁰ Vgl. als Beispiel für dieses Vorgehen Empfehlung der UEK vom 8. September 2008 i. S. Saia-Burgess.

– **Auskunfts- und Editionsspflicht 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 erhalten können, d. h. von Aktionären, die mindestens 3% der Stimmrechte halten, alle Auskünfte und Unterlagen einzufordern, die einen Bezug zum Angebot haben bzw. haben könnten³⁶¹.

– **Beschleunigungsgebot: Fristansetzung von Eingaben**

Aufgrund des Beschleunigungsgebotes setzt die Übernahmekommission den Parteien für die einzelnen Verfahrensschritte äusserst kurze Fristen an, die im Normalfall von 24 Stunden bis wenigen Tagen dauern und unter Vorbehalt ausserordentlicher Umstände auch nicht erstreckbar sind. Die Fristen müssen durch Eingabe per E-Mail bzw. Fax gewahrt werden.

– **Sprachen**

Die Übernahmekommission arbeitet gemäss Art. 66 Abs. 1 UEV in den drei Amtssprachen und Englisch, wobei jede Partei im Verfahren eine dieser Sprachen verwenden kann – es gibt daher für das einzelne Verfahren keine einheitliche Verfahrenssprache.

– **Transparenz**

In Art. 65 Abs. 1 UEV wird vorgesehen, dass die Übernahmekommission ihre Praxis publiziert. Daher publiziert sie grundsätzlich alle ihre Entscheide auf ihrer Homepage. Daher herrscht bezüglich der Entscheide der Übernahmekommission vollständige Transparenz, was den Parteien die Beurteilung der eigenen rechtlichen Situation stark erleichtert.

3. **Rechtsmittelverfahren**

Gegen Verfügung der Übernahmekommission kann gemäss Art. 33c BEHG bei der FINMA Beschwerde erhoben werden. Die Frist für eine derartige Beschwerde beläuft sich gemäss Art. 33c Abs. 1 BEHG nur auf fünf Börsentage. Die Beschwerde hat keine aufschiebende Wirkung.

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. 33 d Abs. 2 BEHG auf zehn Tage, wobei die Beschwerde keine aufschiebende Wirkung hat. Ein Beschwerdentcheid wird daher häufig erst nach dem Abschluss des Verfahrens ergehen und hat dementsprechend kaum mehr praktische Bedeutung.

³⁶¹ Vgl. BGE 2a 25/2007 (E 4.1); BGE 133 II 81.

4. Die Rolle der Prüfstelle im Verfahren

4.1 Sachverhaltsabklärung durch die Prüfstelle: Verlängerter Arm der Übernahmekommission

Die Übernahmekommission verfügt zwar über ein Sekretariat, das für sie Entschiede vorbereitet. Sie hat aber keine Mittel, bei einer Übernahme den Sachverhalt selbst abzuklären. Sie überlässt dies einer Prüfstelle, die vom Anbieter mandatiert wird aber als verlängerter Arm der Übernahmekommission neutralerweise den Sachverhalt feststellt.

Dieser Konzeption der Prüfstelle als "verlängerter Arm" der Übernahmekommission entspricht auch die Pflicht der Prüfstelle, der Übernahmekommission nach Beendigung der Übernahme einen abschliessenden Bericht über die Gesetzeskonformität des Angebots und seiner Abwicklung vorzulegen. Überdies muss die Prüfstelle gemäss Art. 28 UEV der Übernahmekommission alle Informationen übermitteln, welche diese zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigt und muss der Übernahmekommission auch sofort Meldung erstatten, wenn das Angebot bzw. das Verhalten des Anbieters gesetzliche Bestimmungen verletzt. Die Übernahmekommission kann sogar in die Auftragserteilung durch den Anbieter eingreifen und die Prüfstelle mit zusätzlichen Abklärungen beauftragen, wenn sie dies als notwendig erachtet.

Die Konzeption der Prüfstelle als Instrument zur Sachverhaltsabklärung ist allerdings nur teilweise erfolgreich. In gewissen Belangen zeigt sich, dass die Prüfstellen sich doch sehr stark an den Interessen ihres Mandanten, d. h. des Anbieters orientieren und nicht die geforderte neutrale Rolle spielen. Während formelle Aspekte des Angebots von den Prüfstellen meist sehr ernsthaft geprüft werden, zeigt sich ihre einseitige Ausrichtung auf die Interessen des Anbieters immer dann, wenn die Prüfstelle eine Bewertung vornehmen muss. In diesen Fällen üben die Prüfstellen ihre Ermessensspielräume konsequent zugunsten des Anbieters aus. Zu einem derartigen einseitigen Verhalten kommt es insbesondere dann, wenn eine "freundliche" Transaktion vorliegt, da die Prüfstelle dann nicht mit negativen Reaktionen der Zielgesellschaft rechnen muss. Die Übernahmekommission ist selbst in derartigen Interessenkonfliktsituationen bezüglich Bewertungen der Prüfstellen ausserordentlich unkritisch und lässt diese weitestgehend gewähren, wobei sie zum Teil sogar Feststellungen stützt, die geradezu abstrus sind³⁶². Aufgrund dieser Probleme wäre es m.E. besser, wenn die Übernahmekommission bei Bewertungen konsequent selbst einen neutralen Experten bestimmen würde.

³⁶² Vgl. Verfügung UEK 410/05 vom 13. Dezember 2012, (E. 6), insbesondere Bewertung eines unlimitierten Vorkaufsrechts zu einem extrem hohen und nicht nachvollziehbaren Preis.

4.2 Bestimmung der Prüfstelle

Vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes muss der Anbieter eine Prüfstelle bezeichnen, die den Angebotsprospekt und die Abwicklung des Angebots überprüft. Gemäss Art. 25 BEHG muss es sich dabei um einen Effekthändler oder eine Revisionsgesellschaft handeln, die gemäss Art. 26 Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) zur Prüfung von Effekthändlern zugelassen ist³⁶³. In der Praxis hat sich allerdings eingebürgert, dass praktisch nur Revisionsgesellschaften in dieser Funktion tätig werden, da die notwendigen Prüfungshandlungen eher in das Geschäftsfeld einer Revisionsgesellschaft fallen.

Die Prüfstelle muss vom Anbieter, der Zielgesellschaft und den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein. Es darf sich daher nicht um einen Effekthändler oder eine Revisionsgesellschaft handeln, welche diese Personen im Hinblick auf das Angebot oder in anderen wesentlichen Bereichen berät. Die Prüfstelle kann aber die Revisionsstelle einer der genannten Personen sein, da die Revisionsstelle aufgrund der gesetzlichen Vorschriften ohnehin neutral sein muss.

Obwohl die Prüfstelle vom Anbieter mit ihrer Tätigkeit beauftragt wird, hat sie im Rahmen der Transaktion eine neutrale Position einzunehmen, da sich der Inhalt ihres Mandates vollumfänglich nach den gesetzlichen Bestimmungen richtet und sie den Aktionären der Zielgesellschaft sowie der Übernahmekommission die Ergebnisse ihrer Prüfung direkt mitteilt.

4.3 Prüfung des Angebotsprospektes durch die Prüfstelle

Gemäss Art. 27 UEV hat die Prüfstelle vor der Veröffentlichung des Angebotsprospektes zu überprüfen, ob dieser den anwendbaren Gesetzesbestimmungen entspricht³⁶⁴. Dabei hat sie folgende Punkte zu prüfen:

– Vollständigkeit und Wahrheit des Angebotsprospektes

Primär hat die Prüfstelle zu prüfen, ob die Angaben im Angebotsprospekt vollständig und wahr sind. Bei der Vollständigkeitsprüfung muss die Prüfstelle überprüfen, ob der Prospekt tatsächlich alle in der Verordnung und im Gesetz aufgeführten Punkte enthält, was in Anbetracht der klaren Verordnungsbestimmungen meist wenig problematisch ist. Schwieriger gestaltet sich die Wahrheitsprüfung, bei der die Prüfstelle abklären muss, ob die im

³⁶³ Die Prüfstelle muss nicht unabhängig sein; es kann sich dementsprechend auch um die Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft handeln; vgl. Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star (E. 5). Es darf sich aber nicht um den Effekthändler handeln, der das Angebot für den Anbieter abwickelt, da sich dieser sonst selbst prüfen müsste.

³⁶⁴ Dies gilt für jedes öffentliche Angebot unabhängig davon, ob es sich um ein freiwilliges oder ein Pflichtangebot handelt und auch unabhängig von der Zahl der Aktien, auf das sich das Angebot konkret bezieht. Dementsprechend erteilt die Übernahmekommission keine Ausnahmen von dieser Verpflichtung. Vgl. Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding (E. 1.4).

Prospekt aufgeführten Angaben tatsächlich richtig sind. Zu diesem Zweck führt die Prüfstelle normalerweise eine Due Diligence durch, bei der sie sich für die einzelnen Aussagen im Prospekt Belege vorlegen lässt.

Bei der Erfüllung ihrer Prüfungsaufgaben ist die Prüfstelle immer auf die Kooperation des Anbieters angewiesen, der ihr die relevanten Informationen offenlegen muss; stellt die Prüfstelle fest, dass ihr nicht alle relevanten Informationen offengelegt werden, so muss sie diesen Umstand der Übernahmekommission melden und gegebenenfalls das Mandat niederlegen, da sie ihre gesetzliche Aufgabe nicht erfüllen kann.

– **Gleichbehandlung**

Die Prüfstelle muss im Rahmen der Untersuchung des Angebots gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. b UEV aber auch prüfen, ob sämtliche Adressaten des Angebots gleich behandelt werden. Wenn verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren mit unterschiedlichen Rechten, wie z.B. Stimmrechts- oder Vorzugsaktien von einem Angebot erfasst werden, und aufgrund der unterschiedlichen Rechtstellung verschiedene Preise offeriert werden, können sich in diesem Zusammenhang natürlich auch Bewertungsfragen stellen³⁶⁵.

– **Finanzierung des Angebots**

Gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. c UEV muss die Prüfstelle überprüfen, ob die Finanzierung des Angebots gesichert ist. Dabei muss sie die für die Transaktion vorgesehenen Liquiditätsreserven des Anbieters analysieren und bei einer Fremdkapitalfinanzierung die Finanzierungszusagen der betreffenden Banken überprüfen. In diesem Zusammenhang hat sie insbesondere abzuklären, ob derartige Finanzierungszusagen unbedingt bzw. den gleichen Bedingungen unterstellt sind wie das Angebot selbst und damit die Finanzierung des Angebots tatsächlich sichergestellt ist. Bei Tauschangeboten muss die Prüfstelle dagegen gemäss Art. 27 Abs. 1 lit. d UEV die Verfügbarkeit der zum Tausch angebotenen Effekten überprüfen, d. h. analysieren, ob alle Schritte, die zur Schaffung dieser Effekten notwendig sind, eingeleitet wurden.

– **Gesetzlicher Mindestpreis**

Sofern bei einem Angebot die Mindestpreisvorschriften über Pflichtangebote zur Anwendung kommen³⁶⁶, gehört es zu den Aufgaben der Prüfstelle, die Berechnung des Mindestpreises zu überprüfen³⁶⁷. Dies bedingt insbesondere,

³⁶⁵ Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2001 i.S. Société Montreux-Palace (E. 3); vgl. Empfehlung der UEK vom 1. November 1999 i.S. Keramik Holding (E. 3).

³⁶⁶ Dazu Ziff. III.I.4. unten.

³⁶⁷ Vgl. Verfügung 411/01 der UEK vom 19. Juni 2009 i.S. Métraux (E 4.2.2), vgl. Verfügung 410/05 der UEK vom 13. Dezember 2012 i.S. Quadrant (E. 1, ff.); vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E. 8).

dass der Anbieter und die Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, alle Transaktionen offenlegen, die sie in den zwölf Monaten vor Veröffentlichung des Angebots mit Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft getätigt haben.

Die Prüfstelle erstellt über die Ergebnisse ihrer Prüfung einen kurzen Bericht, der gemäss Art. 27 Abs. 2 UEV im Angebotsprospekt zu veröffentlichen ist.

4.4 Prüfungshandlungen nach Veröffentlichung des Angebotsprospektes

Die Aufgaben der Prüfstelle sind mit der Veröffentlichung des Angebotsprospektes nicht beendet. Gemäss Art. 28 UEV muss die Prüfstelle auch nach der Veröffentlichung des Prospekts prüfen, ob der Anbieter die gesetzlichen Bestimmungen bei der Abwicklung des Angebots einhält. Im Einzelnen muss sie dabei insbesondere folgende Punkte prüfen:

– **Meldepflichtige Transaktionen des Anbieters**

Gemäss Art. 38 ff. UEV müssen der Anbieter sowie alle Personen und Gruppen, die mehr als 3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft halten, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft der Übernahmekommission und der Börse melden³⁶⁸. Diese Meldungen müssen gemäss Art. 28 Abs. 1 lit a. UEV von der Prüfstelle geprüft werden.

– **Ergebnis des Angebots**

Gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. b UEV muss die Prüfstelle Zwischen- und Endergebnisse des Angebots vor ihrer Veröffentlichung³⁶⁹ prüfen. Dementsprechend hat die Prüfstelle insbesondere zu prüfen, für wie viele Aktien der Zielgesellschaft das Angebot tatsächlich angenommen worden ist, was eine enge Zusammenarbeit mit der Abwicklungsbank erfordert, die der Prüfstelle zu diesem Zweck den Eingang von Annahmeerklärungen bestätigen muss.

– **Vollzug des Angebots**

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 der vereinbarte Preis den Aktionären der Zielgesellschaft tatsächlich bezahlt worden ist bzw. ob bei einem Tauschangebot die zum Tausch angebotenen Titel ausgeliefert worden sind. Zu diesem Zweck muss sich die Prüfstelle die Abwicklung der Transaktion durch die Abwicklungsbank dokumentieren lassen.

– **Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften**

Gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV muss die Prüfstelle die Einhaltung der

³⁶⁸ Vgl. dazu Ziff. III.F.3. unten.

³⁶⁹ Vgl. dazu Ziff. III.F.4. und Ziff. III.F.6. unten.

Best Price Rule³⁷⁰ überprüfen. Diese Prüfung kann im Allgemeinen nur dadurch durchgeführt werden, dass die Prüfstelle von den Organen des Anbieters sowie von Personen, die in Absprache mit dem Anbieter handeln, entsprechende Bestätigungen einholt sowie allenfalls durch die Einforderung von Bankabrechnungen Stichprobenprüfungen macht.

Nach Durchführung des Angebots muss die Prüfstelle der Übernahmekommission gemäss Art. 28 Abs. 2 UEV einen abschliessenden Bericht zu den oben erwähnten Punkten vorlegen und dabei der Übernahmekommission auch darlegen, auf welchen Grundlagen ihre Prüfungsergebnisse beruhen. Aufgrund eines derartigen Berichtes kann die Übernahmekommission gegebenenfalls weitere Informationen oder Untersuchungen verlangen bzw. bei Verletzungen des Gesetzes auch Sanktionsverfahren einleiten.

³⁷⁰ Vgl. dazu in Ziff. III.B.2.3.2 vorne.

E. PFLICHTEN DER ZIELGESELLSCHAFT

- *Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss einen Bericht abgeben, in dem er zum Angebot Stellung nimmt und Abwehrmassnahmen sowie allfällige Interessenkonflikte offenlegt. Im Rahmen des Berichtes muss der Verwaltungsrat eine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung des Angebots abgeben, die er zu begründen hat.*
- *Von der Veröffentlichung des Angebots an bis zur Bekanntgabe des Ergebnisses ist es der Zielgesellschaft untersagt, wesentliche Änderungen des Aktiven- oder Passivenbestandes vorzunehmen oder ihrem Kader übermässige Abgangsentzündigungen zuzusagen.*
- *Während der Angebotsfrist muss die Zielgesellschaft konkurrenzierende Angebote gleich behandeln und den entsprechenden Anbietern insbesondere die gleichen Informationen vorlegen. Wird einem Anbieter eine Due Diligence erlaubt, so müssen einem zweiten Anbieter daher die gleichen Unterlagen offengelegt werden.*

1. Stellungnahme des Verwaltungsrates

Gemäss Art. 29 BEHG muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Bericht abgeben, in dem er zum Angebot Stellung nimmt³⁷¹. Zweck dieses Berichtes ist es, dass die Anleger auch seitens der Zielgesellschaft über die Auswirkungen der Übernahme sowie über Vor- und Nachteile des Angebots informiert werden³⁷².

1.1 Inhalt des Berichtes

Gemäss Art. 30 UEV muss der Bericht des Verwaltungsrates alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der gesamten Sachlage treffen können³⁷³. In diesem Sinne sind im Bericht des Verwaltungsrates die Informationen aufzuführen, die sich weder aus dem Angebotsprospekt des Anbieters noch aus früheren Verlautbarungen der Zielgesellschaft³⁷⁴ ergeben, die jedoch für die Entscheidung der Aktionäre der Zielgesellschaft wesentlich sind. Die Stellungnahme des

³⁷¹ Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 10).

³⁷² Das Informationskonzept des Börsengesetzes basiert daher auf dem Angebotsprospekt des Anbieters und dem Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, welche sich in kontradiktorischer Weise ergänzen und auf diese Weise den Aktionären der Zielgesellschaft alle Informationen vermitteln, die zur Beurteilung des Angebotes notwendig sind.

³⁷³ Vgl. Verfügung 550/02 der UEK vom 3. Dezember 2013 i.S. Victoria-Jungfrau Collection (E. 1); Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding (E. 7.1); vgl. Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009, i.S. Harwanne (E. 7).

³⁷⁴ Z.B. Jahresbericht, Zwischenbericht, Ad hoc-Mitteilungen.

Verwaltungsrates muss gemäss Art. 30 Abs. 1 UEV inhaltlich wahr³⁷⁵ und vollständig sein³⁷⁶.

Gemäss Art. 31 ff. UEV und nach der Praxis der Übernahmekommission muss der Bericht des Verwaltungsrates insbesondere folgende Punkte behandeln:

1.1.1 Wirtschaftliche Entwicklung der Zielgesellschaft

Nach der Praxis der Übernahmekommission ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft insbesondere verpflichtet, für den Entscheid des Anlegers wesentliche aber noch nicht veröffentlichte Angaben über den Gang der laufenden Geschäfte offen zu legen³⁷⁷. Dabei sind alle wesentlichen positiven oder negativen Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten offen zu legen, die seit der Publikation des letzten Jahres- oder Halbjahresberichtes eingetreten sind. Sind in diesem Zeitraum keine derartigen Änderungen eingetreten, so hat der Verwaltungsrat dies ausdrücklich zu bestätigen³⁷⁸. Da die Übernahmekommission davon ausgeht, dass im Zeitraum zwischen dem Stichtag des Jahres- bzw. Halbjahresberichtes und der Veröffentlichung dieser Berichte ein besonderer Offenlegungsbedarf gegeben ist, weil ein Informationsvorsprung der Zielgesellschaft und der ihr nahe stehenden Personen zu vermuten ist, verlangt sie 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 zurückliegt³⁷⁹.

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat gemäss Art. 30 UEV bezüglich der Angaben zum Geschäftsgang eine Nachführungspflicht. 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 veröffentlichen³⁸⁰.

³⁷⁵ Vgl. Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009, i.S. Harwanne (E. 7 ff.); 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.

³⁷⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. November 2000 i.S. Axantis (E. 2): Stellt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft als Abwehrmassnahme ein Rückkaufprogramm in Aussicht, so muss er den Preis in seinem Bericht nennen, da dieser für die Aktionäre der Zielgesellschaft beim Entscheid über das Angebot wesentlich ist.

³⁷⁷ Vgl. zu den Angaben, die bei Investmentgesellschaften gemacht werden müssen, die Empfehlung der UEK vom 22. September 2003 i.S. EIC (E. 4).

³⁷⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Pharma Vision (E. 7.1.2).

³⁷⁹ Vgl. Verfügung 542/02 der UEK vom 2. September 2013 i.S. Società Elettrica Sopracenerina (E. 7.4); vgl. Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham Investments (E. 4.1.1); vgl. Empfehlung vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E. 6.1.4).

³⁸⁰ Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham Investments (E. 4.1.1).

1.1.2 Absichten von wesentlichen Aktionären

Der Verwaltungsrat muss gemäss Art. 31 Abs. 1 UEV in seinem Bericht offenlegen, welche Absichten Aktionäre, die mehr als 3% der Stimmrechte besitzen, in Bezug auf die Annahme des Angebots haben, sofern diese Absichten dem Verwaltungsrat bekannt sind³⁸¹. Diese Offenlegungspflicht führt aber meist nicht zu aussagekräftigen Angaben im Prospekt, da die betreffenden Aktionäre ihre Absichten nicht bekannt geben müssen.

1.1.3 Abwehrmassnahmen

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss gemäss Art. 31 Abs. 2 UEV auch offenlegen, welche Abwehrmassnahmen die Zielgesellschaft ergreifen will³⁸². In diesem Sinne muss der Verwaltungsrat insbesondere bekannt geben, ob er sich gegenüber dem Anbieter auf allfällige statutarische Eintragungs- bzw. Stimmrechtsbeschränkungen berufen wird, oder ob er dem Anbieter eine Ausnahme gewährt.

1.1.4 Interessenkonflikte

Gemäss Art. 32 UEV müssen auch die Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrates offengelegt werden³⁸³. So sind insbesondere Vereinbarungen, die einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates mit dem Anbieter getroffen haben³⁸⁴, sowie auch Beratungsverhältnisse bekannt zu geben, mit denen sich einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur Wahrung der Interessen des Anbieters verpflichtet haben. Damit die Aktionäre Klarheit über die Loyalitäten und Bindungen des Verwaltungsrates haben, muss im Bericht des Verwaltungsrates auch dargestellt werden, welche Mitglieder bisher auf Antrag des Anbieters in den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gewählt worden sind oder ihr Mandat sogar auf Weisung des Anbieters ausüben. Überdies ist offenzulegen, ob die Mandate der Mitglieder des Verwaltungsrates und der obersten Geschäftsleitung nach der Übernahme weitergeführt werden und welche Bedingungen dabei zur Anwendung kommen³⁸⁵. Soweit die Mitglieder des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung das Unternehmen nach der Übernahme verlassen, sind die Abgangsentschädigungen für jede einzelne Person individuell anzugeben³⁸⁶. Damit die Aktionäre erkennen können, welche

³⁸¹ Vgl. Verfügung 467/02 der UEK vom 24. Februar 2011 i.S. File Tool (E. 3.5).

³⁸² Vgl. Verfügung 550/02 der UEK vom 3. Dezember 2013 i.S. Victoria-Jungfrau Collection (E. 1.3).

³⁸³ Vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding (E. 7.1); vgl. Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009, i.S. Harwanne (E. 25 ff.).

³⁸⁴ z.B. ein Kaufvertrag über den Verkauf von Aktien der Zielgesellschaft an den Anbieter vor Publikation des Angebotes: Vgl. Verfügung 411/01 der UEK vom 19. Juni 2009 (E. 6).

³⁸⁵ Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Oktober 2004 i.S. ZKB Pharma Vision (E. 7.2.1).

³⁸⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel; Empfehlung der UEK vom 15. Dezember 2000 betreffend Axantis Holding AG. Der Spielraum für Abgangsentschädigungen ist allerdings mit dem Erlass der Vergütungsverordnung sehr eng geworden. Bei der Beendigung des Arbeitsverhältnisses mit einem Geschäftsleitungsmitglied ist es heute nur noch möglich, den Lohn während der Kündigungsfrist (max. zwölf Monate) auszubezahlen.

finanziellen Auswirkungen das Angebot auf die Verwaltungsratsmitglieder hat, müssten die Verwaltungsratsmitglieder der Aktionären auch die Zahl der Aktien und Optionen offenlegen, die sie halten³⁸⁷.

Bestehen Interessenkonflikte, weil Verwaltungsratsmitglieder eine Verbindung zum Anbieter³⁸⁸ oder zu einem potenziellen Konkurrenten³⁸⁹ haben, müssen im Bericht des Verwaltungsrates gemäss Art. 32 Abs. 4 UEV die Massnahmen dargestellt werden, welche die Zielgesellschaft getroffen hat, um zu vermeiden, dass sich diese Interessenkonflikte zum Nachteil der Aktionäre der Gesellschaft auswirken³⁹⁰. In der Praxis wurden zum Umgang mit derartigen Interessenkonflikten verschiedene Massnahmen entwickelt³⁹¹:

– **Ausstand von Mitgliedern mit Interessenkonflikten**

Die einfachste Massnahme ist, dass diejenigen Mitglieder, die einen Interessenkonflikt haben, sowohl bei der Beratung wie auch bei der Beschlussfassung in den Ausstand treten³⁹².

– **Bildung eines Ausschusses neutraler Verwaltungsratsmitglieder**

Wenn mehrere Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt aufweisen³⁹³, so genügt der Ausstand einzelner Mitglieder letztlich nicht. In diesen Fällen müssen die neutralen Mitglieder ein Komitee bilden, das unter Ausschluss des übrigen Verwaltungsrates die Übernahme beurteilt und entsprechend über Abwehrmassnahmen sowie über den Bericht gemäss Art. 29 BEHG Beschluss fasst³⁹⁴. Eine Lösung über einen Ausschuss ist allerdings nur möglich, solange dieser aus mindestens zwei Verwaltungsrats-

³⁸⁷ Vgl. Verfügung 416/01 der UEK vom 13. Juli 2009 i.S. Jelmoli (E. 9.2).

³⁸⁸ Nach der Praxis der UEK haben alle Mitglieder des Verwaltungsrates, die eine Verbindung zum Anbieter haben, einen Interessenkonflikt. Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group. Im Weiteren geht die Übernahmekommission von der Vermutung aus, dass sämtliche Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt haben, falls die Anbieterin bereits Mehrheitsaktionärin der Zielgesellschaft ist, da die betreffenden Mitglieder dann letztlich von der Anbieterin gewählt worden sind. Diese Vermutung kann allerdings widerlegt werden, wenn die Zielgesellschaft glaubhaft darlegt, dass die betroffenen Personen dennoch unabhängig sind; vgl. Empfehlung der UEK vom 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E. 6.2.2.2).

³⁸⁹ Vgl. Verfügung 467/2 der UEK vom 24. Februar 2011 (E. 3.2.1)

³⁹⁰ Nach der Praxis der UEK kann der Verwaltungsrat dabei nicht einfach über den Interessenkonflikt hinwegsehen, sondern hat die Pflicht, Massnahmen zu ergreifen. Vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Oktober 2003 i.S. SC Turnaround Invest AG.

³⁹¹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli.

³⁹² Vgl. z.B. ein Kaufvertrag über den Verkauf von Aktien der Zielgesellschaft an den Anbieter vor Publikation des Angebotes: Verfügung 411/01 der UEK vom 19. Juni 2009 (E. 6); 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).

³⁹³ Dies kann dann der Fall sein, wenn der Hauptaktionär ein Übernahmeangebot macht und verschiedene Verwaltungsratsmitglieder bisher auf seinen Vorschlag hin gewählt worden sind.

³⁹⁴ Vgl. Verfügung 464/01 der UEK vom 18. Januar 2011 i.S. Data Color (E. 8.1); 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 30. Juni 2004 i.S. Scintilla (E. 6.2.2.2).

mitgliedern besteht, die keine Interessenkonflikte aufweisen. 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 möglich³⁹⁵.

– Gutachten Dritter / Fairness Opinion

Wenn alle Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt aufweisen oder nur noch ein einziges konfliktfreies Mitglied vorhanden ist, so führen die Ausstandsregeln bzw. die Bildung eines Ausschusses nicht zum Ziel³⁹⁶. In diesem Fall kann sich der Verwaltungsrat nur noch dadurch behelfen, dass er neutrale Dritte zu einem Gutachten beizieht und insbesondere bezüglich der Bewertung eine neutrale Fairness Opinion³⁹⁷ erstellen lässt³⁹⁸ und seine Beurteilung völlig auf diese abstellt³⁹⁹. In derartigen Interessenkonfliktsituationen kann der Verwaltungsrat bezüglich des Angebots in materieller Hinsicht aber auch eine neutrale Position einnehmen und auf eine Empfehlung verzichten⁴⁰⁰.

1.2 Empfehlung des Verwaltungsrates

Kernstück des Berichtes des Verwaltungsrates ist die Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zum Angebot selbst. Der Verwaltungsrat kann in seiner Stellungnahme das Angebot entweder annehmen oder zurückweisen. Er kann sich aber gemäss Art. 30 Abs. 3 UEV auch auf eine neutrale Position zurückziehen und auf eine Empfehlung verzichten⁴⁰¹. In diesem Fall muss der Verwaltungsrat aber die Vor- und Nachteile des Angebots aus seiner Sicht darlegen⁴⁰².

³⁹⁵ 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).

³⁹⁶ Vgl. für ein Beispiel, in dem sich sämtliche Verwaltungsratsmitglieder in einem Konflikt befanden; vgl. Verfügung 542/02 der UEK vom 2. September 2013 i.S. Società Elettrica Sopracenerina (E. 7.1); vgl. für ein Beispiel eines Verwaltungsrates, bei dem nur ein Mitglied einen Interessenkonflikt hatte: Verfügung 549/01 der UEK vom 10. Oktober 2013 i.S. Absolute Invest (E. 7.1).

³⁹⁷ Vgl. dazu Ziff. III.E.1.3 unten.

³⁹⁸ Vgl. Verfügung 542/02 der UEK vom 2. September 2013 i.S. Società Elettrica Sopracenerina (E. 7.2); vgl. Verfügung 500/02 der UEK vom 17. August 2012 i.S. Sarasin (E. 8); vgl. Verfügung 427/01 der UEK vom 29. September 2009 i.S. Canon (E. 6.2); vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Februar 2004 i.S. Optic-Optical Technology Investments.

³⁹⁹ Vgl. für eine derartige Situation die Verfügung 500/02 der UEK vom 17. August 2012 i.S. Sarasin (E. 8) sowie die Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E. 4.2).

⁴⁰⁰ Dazu Ziff III.E.1.2.

⁴⁰¹ Der Verzicht auf eine Empfehlung empfiehlt sich insbesondere, wenn sämtliche Verwaltungsratsmitglieder einen Interessenkonflikt haben.

⁴⁰² Ein Beispiel einer derartigen neutralen Stellungnahme findet sich in der Verfügung 464/01 der UEK vom 18. Januar 2011 i.S. Data Color (E. 8.1), in Verfügung 467/02 der UEK vom 24. Februar 2011 i.S. File Tool (E. 3.3) sowie in der Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. Swiss Steel AG.

Der Verwaltungsrat muss seine Stellungnahme begründen. Sofern er die Annahme des Angebots empfiehlt, wird er die unternehmerischen Vorteile darstellen, während er bei einer Ablehnung die Nachteile hervorheben wird. Für die Empfehlung des Verwaltungsrates ist aber letztlich das Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Angebotspreis entscheidend, d. h. der Verwaltungsrat wird eine Ablehnung des Angebots vor allem damit begründen, dass der Wert des Unternehmens höher ist als der angebotene Preis bzw. darstellen, dass der Verwaltungsrat selbst durch die konsequente Verfolgung seiner Strategie bzw. durch zusätzliche Massnahmen eine höhere Wertsteigerung herbeiführen wird⁴⁰³. Empfiehlt der Verwaltungsrat dagegen ein Barangebot zur Annahme, so wird er darlegen, dass der angebotene Preis den Unternehmenswert, der durch interne Massnahmen erreicht werden kann, vollständig reflektiert. Bei einem Tauschangebot wird er hingegen argumentieren, dass die kombinierte Gesellschaft für die Aktionäre einen höheren Wert repräsentiert als die Zielgesellschaft auf einer "stand-alone" Basis.

1.3 Gutachten Dritter und Fairness Opinion

Der Verwaltungsrat ist nicht verpflichtet, für seine Entscheidung Drittgutachten beizuziehen⁴⁰⁴. Wenn der Verwaltungsrat ein Angebot im Rahmen eines "freundlichen" Übernahmeangebotes zur Annahme empfiehlt, so wird er diese Empfehlung in der Praxis normalerweise aber nur auf der Basis einer "Fairness Opinion" einer Investmentbank oder Revisionsgesellschaft abgeben, in welcher der Ersteller des Gutachtens bestätigt, dass das Angebot "fair" ist. Eine Fairness Opinion ist bei "freundlichen" Übernahmen aber meist schon deshalb als Basis für die Annahmempfehlung notwendig, weil bei derartigen Übernahmen die Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft häufig alle einen mehr oder weniger starken Interessenkonflikt aufweisen⁴⁰⁵.

Eine Fairness Opinion, die Grundlage für eine positive Stellungnahme des Verwaltungsrates zu einem Angebot sein soll, muss gemäss Art. 30 Abs. 5 UEV von einer besonders befähigten Person erstellt werden⁴⁰⁶. Dabei kommen einerseits die als Prüfstellen zugelassenen Effektenhändler und Revisionsgesellschaften in Frage, andererseits aber auch verschiedene Beratungsgesellschaften, die von der Übernahmekommission eine Bestätigung erhalten haben, dass sie Fairness Opinions erstellen können⁴⁰⁷. Die mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragte Gesellschaft muss vom Anbieter der

⁴⁰³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli (E. 6.3).

⁴⁰⁴ Ein Pflicht zum Beizug eines Dritten ergibt sich wie oben dargestellt nur dann, wenn der Verwaltungsrat nur noch ein oder sogar gar kein Mitglied mehr aufweist, das keinen Interessenskonflikt hat.

⁴⁰⁵ Dieser kann sich insbesondere dadurch ergeben, dass sie nach einer Übernahme weiterhin für den Anbieter tätig sind oder bei ihrem Abgang eine Entschädigung erhalten. Vgl. dazu oben Ziff. III.E.1.1.4.

⁴⁰⁶ Vgl. Verfügung 468/5 der UEK vom 17. Mai 2011 (E. 2.1).

⁴⁰⁷ Für ein Beispiel einer derartigen Bestätigung vgl. Verfügung 502/01 vom 16. Januar 2012 i.S. IFBC; Verfügung 504/01 der UEK vom 23. Februar 2012 i.S. The Corporate Finance Group.

Zielgesellschaft und den mit dem Anbieter in Absprache handelnden Personen unabhängig sein, d. h. darf weder den Anbieter noch die Zielgesellschaft bei der Transaktion beraten oder unterstützt haben⁴⁰⁸. Eine derartige Fairness Opinion muss auf einer Due Diligence beruhen, bei der die Zielgesellschaft dem beauftragten Gutachter sämtliche für die Bewertung relevanten Informationen offenlegt. Auf dieser Basis wird das Unternehmen dann bewertet, wobei typischerweise verschiedene Bewertungsmethoden zur Anwendung kommen, wie insbesondere die Discounted-Cashflow-Methode und die Multiplikator-Methode, bei der die Umsatz-, EBITDA-, EBIT- und Gewinnmultiples anderer kotierter Unternehmen mit der Zielgesellschaft verglichen werden. Aufgrund dieser Bewertungsmethoden wird der Ersteller des Gutachtens eine Bandbreite von Bewertungen erstellen und zum Schluss kommen, dass das Angebot "fair" ist, wenn der Angebotspreis in diesem Rahmen liegt⁴⁰⁹.

Soweit sich der Verwaltungsrat bei seiner Entscheidung auf eine Fairness Opinion stützt, wird diese Fairness Opinion gemäss Art. 30 Abs. 4 UEV Bestandteil des Berichtes des Verwaltungsrates und ist gleichzeitig mit diesem zu veröffentlichen⁴¹⁰. Eine in dieser Weise publizierte Fairness Opinion darf sich aber nicht nur auf die Feststellung beschränken, dass das Angebot "fair" ist, sondern muss darlegen, auf welchen Grundlagen der Ersteller der Fairness Opinion zu diesem Schluss gekommen ist. Konkret müssen gemäss Art. 30 Abs. 4 UEV die Bewertungsmethoden sowie die Grundlagen der Bewertung, d. h. die angewandten Parameter wie z.B. die erwarteten Cash Flows, Diskontierungssätze, Vergleichstransaktionen und historischen Kurse offengelegt werden⁴¹¹. Da die Fairness Opinion aufgrund dieser Vorgaben sehr umfangreich wird, muss sie allerdings nicht vollumfänglich im Bericht des Verwaltungsrates selbst bzw. im Übernahmeprospekt publiziert werden. Es genügt, wenn das Ergebnis des Gutachtens im Bericht des Verwaltungsrates bzw. im Übernahmeprospekt festgehalten wird und im Übrigen darauf verwiesen wird, dass die Fairness Opinion auf der Homepage der Zielgesellschaft eingesehen werden kann und dass die Anleger bei der Zielgesellschaft kostenlos Kopien bestellen können.

Die Offenlegung der Bewertungsgrundlagen der Fairness Opinion ist in der Praxis sehr umstritten, da einerseits wesentliche Informationen über das Unternehmen offengelegt werden und sich andererseits der Ersteller der Fairness Opinion durch die Bekanntgabe seiner Methoden und Annahmen auch exponieren muss. Meines Erachtens ist die Offenlegung der Bewertungsmethoden und

⁴⁰⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit Group.

⁴⁰⁹ 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.

⁴¹⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appétit Group (E. 6.2.5).

⁴¹¹ Vgl. Verfügung 548/01 der UEK vom 2. Oktober 2013 i.S. Acino (E. 7.2); Verfügung 550/02 der UEK vom 3. Dezember 2013 i.S. Victoria-Jungfrau Collection (E. 2.2); Verfügung 500/02 der UEK vom 17. August 2012 i.S. Sarasin (E. 8.3), Verfügung 468/5 der UEK vom 17. Mai 2011 (E. 2.2), die Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC Electricity SA.

ihren Grundlagen aber unabdingbar dafür, dass der Anleger tatsächlich einen informierten Entscheid über Annahme bzw. Ablehnung des Angebots treffen kann. Diese Offenlegung führt meiner Ansicht nach auch nicht zu einer Verschärfung der Haftungssituation für den Ersteller der Fairness Opinion. Indem er die Methoden und Grundlagen seiner Bewertung und seiner Empfehlung offenlegt, ermöglicht er dem Anleger vielmehr ein kritisches Urteil über sein Gutachten, so dass später kein Anleger behaupten kann, dass er der Aussage, das Angebot sei "fair", blind gefolgt sei und sich nicht klar darüber gewesen sei, auf welcher Grundlage diese Beurteilung basiert habe. Letztlich wird mit der Offenlegung der Grundlagen der Fairness Opinion die Verantwortung für den Entscheid über das Angebot wieder an den Anleger delegiert.

1.4 Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates

Der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft kann direkt im Angebotsprospekt veröffentlicht werden. Normalerweise wird diese Art der Veröffentlichung aber nur bei "freundlichen" Angeboten gewählt, bei denen sich Anbieter und Zielgesellschaft vorgängig auf die Modalitäten der Übernahme geeinigt haben. 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 Angebots publiziert werden⁴¹².

Der Bericht des Verwaltungsrates muss in deutscher und französischer Sprache erstellt werden, wobei die vorne dargestellten Vorschriften für die Veröffentlichung des Angebotsprospektes auch für den Bericht des Verwaltungsrates gelten. In jedem Fall ist der Bericht des Verwaltungsrates auch in den Zeitungen zu veröffentlichen, in denen bereits der Angebotsprospekt veröffentlicht worden ist. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann die Veröffentlichung seines Berichtes in den Zeitungen gemäss Art. 33 Abs. 3 UEV auf eine Zusammenfassung beschränken. In diesem Fall muss aber der Ort angegeben werden, an dem die Aktionäre der Zielgesellschaft den Bericht kostenlos beziehen können.

1.5 Zusatzbericht bei Änderungen des Angebots

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 nimmt⁴¹³. Dieser Bericht kann wesentlich kürzer sein als der ursprüngliche Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, da dieser nicht mehr auf das gesamte

⁴¹² Vgl. Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 10); Verfügung 403/03 der UEK vom 30. März 2009 i.S. Harwanne (E. 2); Verfügung der UEK 403/03 vom 30. März 2009, i.S. Harwanne (E. 3).

⁴¹³ Vgl. Verfügung 416/02 der UEK vom 14. September 2009 i.S. Jelmoli (E. 4).

Angebot, sondern nur noch auf die Änderungen eingehen muss⁴¹⁴. 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 im zusätzlichen Bericht festhält, dass der Preis nun dem Wertpotential der Gesellschaft entspricht oder aber feststellt, dass dieser immer noch ungenügend ist.

2. Beschränkung der Abwehrmassnahmen

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 berufen⁴¹⁵. Gemäss Art. 35 UEV ist die Zielgesellschaft aber verpflichtet, jede Abwehrmassnahme, die sie einsetzen will, im Voraus der Übernahmekommission anzuzeigen. Als meldepflichtig gilt dabei jede Handlung des Verwaltungsrates, die dazu dienen könnte, ein Übernahmeangebot zu verhindern oder zu erschweren⁴¹⁶. Diese Anzeige soll es der Übernahmekommission ermöglichen, bei unzulässigen Abwehrmassnahmen einzugreifen. Die Übernahmekommission muss Mitteilungen über Abwehrmassnahmen im Sinne des Amtsgeheimnisses vertraulich behandeln und darf sie dem Anbieter nicht zugänglich machen⁴¹⁷.

2.2 Unzulässige Abwehrmassnahmen

2.2.1 Bedeutende Veränderungen des Aktiven- und Passivenbestandes

Gemäss Art. 29 BEHG darf die Zielgesellschaft von der Veröffentlichung des Angebots bzw. vom Zeitpunkt einer allfälligen Voranmeldung an bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses keine Rechtsgeschäfte eingehen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert wird. Als bedeutende Veränderung von Aktiv- und Passivbestand gelten gemäss Art. 35 UEV insbesondere folgende Transaktionen:

– Kauf und Verkauf von wesentlichen Aktiven

Der Verkauf oder Erwerb von Vermögenswerten mit einem Wert oder zu einem Preis, der sich auf mehr als 10% der konsolidierten Bilanzsumme der Zielgesellschaft beläuft, ist gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. b UEV unzulässig. Das Gleiche gilt auch für Vermögenswerte, die mehr als 10% zur Ertragskraft beitragen. Die Frage, ob diese Grenzwerte erreicht werden ist jeweils aufgrund der letzten veröffentlichten Jahres- bzw. Halbjahresrechnung zu

⁴¹⁴ Vgl. Verfügung 416/02 der UEK vom 14. September 2009 i.S. Jelmoli (E. 4).

⁴¹⁵ Vgl. dazu im Einzelnen unten Ziff. III.J.1.1 und Ziff. III.J.1.2.

⁴¹⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 29. März 2001 i.S. Sulzer.

⁴¹⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 29. März 2001 i.S. Sulzer (E. 1).

entscheiden.

Transaktionen, welche diese Grenzwerte überschreiten, sind allerdings dann zulässig, wenn sie im Angebotsprospekt ausdrücklich als zulässig erklärt werden. Eine derartige Situation liegt insbesondere dann vor, wenn die Veräusserung bestimmter Aktiven oder Betriebe zur Bedingung für das Angebot gemacht wird⁴¹⁸.

Sofern das Verbot, wesentliche Aktiven zu verkaufen, zu einem geschäftlichen Problem für die Zielgesellschaft 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 beantragen⁴¹⁹.

– **Veräusserung von im Angebot spezifisch erwähnten Aktiven**

Bezeichnet der Anbieter in seinem Angebot bestimmte Betriebsteile, Tochtergesellschaften oder Immaterialgüterrechte ausdrücklich als Hauptgegenstand seines Übernahmeangebotes, so dürfen diese von der Zielgesellschaft gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. b UEV nicht veräussert werden.

Aufgrund dieser Bestimmung hat es der Anbieter bis zu einem gewissen Grad in der Hand, durch die Erwähnung im Angebotsprospekt einzelne Aktiven der Zielgesellschaft für die Zeit seines Angebotes vor Veräusserungen zu schützen.

– **Golden Parachutes**

Das in Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV enthaltene Verbot, mit Mitgliedern des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung Verträge abzuschliessen, die unüblich hohe Abgangsentschädigungen enthalten, ist durch das Inkrafttreten der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften⁴²⁰, die auf die Minder-Initiative zurückgeht, obsolet geworden. Art. 20 Abs. 1 VegüV verbietet jegliche Abgangsentschädigungen. Dieses Verbot gilt auch für Übernahmesituationen.

– **Ausgabe von Aktien und Verkauf eigener Aktien**

Art. 36 Abs. 2 lit. d UEV verbietet während der Laufzeit des Angebots die Ausgabe von Aktien aufgrund eines genehmigten Kapitals sowie die Aus-

⁴¹⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 19. März 2003 i.S. Disetronic (E. 6.2.8). In diesem Fall verlangte die Anbieterin als Bedingung für das Angebot ausdrücklich, dass ein bestimmter Geschäftsbereich an den Hauptaktionär veräussert wird.

⁴¹⁹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 28. September 2001 i.S. ENR. Im konkreten Fall wurde die Ausnahme allerdings mangels Substantiierung der wichtigen Gründe abgelehnt.

⁴²⁰ Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, vom 20. November 2013 (Stand am 1. Januar 2014).

gabe von Options- und Wandelrechten aufgrund eines bedingten Kapitals unter Ausschluss des Bezugsrechtes der Aktionäre sofern der Beschluss der Generalversammlung, mit dem das genehmigte bzw. bedingte Kapital geschaffen wurde, nicht ausdrücklich die Ausgabe von Aktien oder Wandel- und Optionsrechten im Falle eines Übernahmeangebotes erlaubt.

Dieses Verbot soll verhindern, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das genehmigte Kapital dazu verwendet, um Aktien in "sicheren Händen" zu platzieren und so die Übernahme vereitelt.

Das gleiche Verbot gilt gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. e und f UEV auch für den Verkauf eigener Aktien der Zielgesellschaft bzw. von Finanzinstrumenten, die sich auf derartige Aktien beziehen⁴²¹. Der Verkauf eigener Aktien ist allerdings insoweit zulässig, als die betreffenden Aktien im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogrammes oder zur Erfüllung von Pflichten aus bereits früher ausgegebenen Finanzinstrumenten veräussert werden⁴²².

– **Weitere wesentliche Veränderungen des Aktiven- und Passivenbestandes bzw. der Geschäftstätigkeit**

Die in Art. 35 Abs. 2 UEV aufgeführten Fälle unzulässiger Veränderungen des Aktiven- und Passivenbestandes stellen keine abschliessende Liste der unzulässigen Transaktionen dar. Auch weitere Veränderungen, die sich in ähnlich starker Weise auf die Zielgesellschaft auswirken, wie z.B. die Umstellung des Business Modells⁴²³ oder der Abschluss von Verträgen, die grosse Risiken beinhalten⁴²⁴, können gegen das Verbot wesentlicher Veränderungen verstossen. Das Gleiche gilt auch für die Übernahme grosser Risiken⁴²⁵. Massstab für die Frage der Wesentlichkeit ist dabei aber immer die in Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV erwähnte Grenze von 10% der Bilanzsumme bzw. der Ertragskraft. Wenn eine Transaktion derartige Grössenordnungen erreicht, so gilt sie als wesentliche Veränderung und ist damit unzulässig.

Auch die gemäss Art. 29 BEHG unzulässigen Transaktionen können durchgeführt werden, wenn sie auf einem Beschluss der Generalversammlung beruhen, unabhängig davon, ob die Generalversammlung diesen Beschluss vor oder nach der Veröffentlichung des Angebots gefasst hat⁴²⁶. Damit kann beispielsweise der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch nach Veröffentlichung eines öffentlichen Angebotes einen Unternehmensbereich verkaufen, wenn die

⁴²¹ Call Optionen, Wandelrechte.

⁴²² Daher dürfen z.B. bei ausstehenden Wandel- und Optionsanleihen die Anleger auch während der Übernahmefrist ihre Optionen und Wandelrechte ausüben.

⁴²³ Z.B. Übergang von der Eigenfabrikation zur Lizenzvergabe.

⁴²⁴ Joint Venture Verträge oder Verträge über bedeutende Entwicklungsprojekte, langfristige exklusive Lieferungen, Bezugsvereinbarungen etc.

⁴²⁵ Z.B. Übernahme eines Rückversicherungsportefeuilles

⁴²⁶ Vgl. Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 9.1).

Generalversammlung im Rahmen einer Zweckänderung vorgängig einen derartigen Verkauf beschlossen hat⁴²⁷.

Auch der Vollzug von Verträgen, die bereits vor der Veröffentlichung des Angebots abgeschlossen worden sind, ist zulässig, selbst wenn die entsprechende Transaktion die oben erwähnten Grenzen⁴²⁸ überschreitet, da die Beschränkung der Abwehrmassnahmen nur Transaktionen verhindern soll, die wegen eines Übernahmeangebotes vorgenommen werden, nicht aber Transaktionen, die bereits vorher verbindlich vereinbart worden sind. Überdies kann es auch nicht Zweck der Übernahmeregeln sein, die Zielgesellschaft zu Vertragsverletzungen zu zwingen. Daher kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Unternehmenskaufvertrag, der vor der Veröffentlichung des Angebots abgeschlossen worden ist, auch noch nach der Veröffentlichung vollziehen, selbst wenn dies zu einer bedeutenden Veränderung des Aktivbestandes führt. Das gleiche gilt auch bezüglich der Ausgabe von Aktien zu Lasten des genehmigten Kapitals, wenn beispielsweise vor Veröffentlichung des Angebots bereits mit dem Verkäufer eines Betriebs vereinbart wurde, dass der Kaufpreis teilweise durch Ausgabe von Aktien zulasten des genehmigten Kapitals beglichen wird.

2.2.2 Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts

Abwehrmassnahmen, die in "offensichtlicher" Weise das Gesellschaftsrecht verletzen, sind gemäss Art. 37 UEV börsenrechtlich unzulässig und können daher von der Übernahmekommission untersagt werden. Der Begriff der "offensichtlichen" Rechtsverletzung ist allerdings nicht klar definiert. Es ist anzunehmen, dass Verstösse gegen Grundprinzipien des Gesellschaftsrechts⁴²⁹ und gegen Rechtsnormen, die nach bundesgerichtlicher Praxis und herrschender Lehre klar sind, erfasst werden. Unzulässig wäre in diesem Sinne beispielsweise, einen Aktionär nicht im Aktienbuch einzutragen, obwohl die Gesellschaft über keinerlei Vinkulierungsbestimmungen verfügt oder eine Generalversammlung, an der über die Aufhebung einer Vinkulierung abgestimmt wird, nicht durchzuführen, obwohl diese von Aktionären verlangt wird, die mehr als 10% der Aktien halten.

3. Gleichbehandlung konkurrierender Angebote

Die Zielgesellschaft muss gemäss Art. 49 UEV allfällige konkurrierende Anbieter gleich behandeln⁴³⁰. Diese Gleichbehandlungspflicht hat insbesondere folgende Auswirkungen:

⁴²⁷ Der öffentliche Generalversammlungsbeschluss muss sich allerdings auf ein klar spezifiziertes Geschäft beziehen; eine "Blanko-Delegation" der Generalversammlung an den Verwaltungsrat ist unzulässig.

⁴²⁸ Vgl. dazu oben Ziff. III.E.2.2.

⁴²⁹ Z.B. Eingriffe des Verwaltungsrates in die Kompetenzen der Generalversammlung.

⁴³⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. InCentive (E. 2.3).

– **Gleichbehandlung bei Informationsvermittlung und Due Diligence**

Im Rahmen des Gleichbehandlungsgebotes muss die Zielgesellschaft insbesondere allen Anbietern die gleichen Informationen zur Verfügung stellen. Erlaubt daher eine Zielgesellschaft einem Anbieter 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 gewähren⁴³¹. Um die Interessen der Zielgesellschaft zu wahren, wird allerdings dem betreffenden Konkurrenzanbieter eine strikte Geheimhaltung auferlegt und verboten, die von der Zielgesellschaft erhaltenen Informationen an Dritte weiterzugeben⁴³².

Immerhin kann die Übernahmekommission von diesem Gleichbehandlungsgrundsatz Ausnahmen gewähren, falls die Zielgesellschaft ein überwiegendes Interesse nachweist, das gegen die Offenlegung bestimmter Informationen an einen Bieter spricht. Dieses Interesse kann aber dem Zweck von Art. 49 UEV entsprechend nicht allein darin liegen, dass die Zielgesellschaft bzw. deren Verwaltungsrat einen bestimmten Anbieter favorisiert. Dagegen dürfte aber der Schutz des Geschäftsgeheimnisses eine Ausnahme erlauben, so dass gewisse für das Geschäft sensitive Informationen zwar einem branchenfremden Interessenten, nicht aber einem Konkurrenten der Zielgesellschaft offengelegt werden müssen.

– **Gleichbehandlung betreffend Vinkulierung, Stimmrechtsbeschränkung und Break-up Fees**

Schliesst die Zielgesellschaft mit dem Anbieter eine Transaktionsvereinbarung ab und sichert diesem zu, dass der Verwaltungsrat eine Ausnahme von einer statutarischen Vinkulierung gewähren oder die Stimmrechtsbeschränkung nicht zur Anwendung bringen wird, so muss die Zielgesellschaft diese Zusicherung auch jedem Konkurrenzanbieter abgeben. Dabei ist es nicht notwendig, dass die Zielgesellschaft mit diesen Konkurrenzanbietern eine eigene Transaktionsvereinbarung abschliesst. Der Konkurrenzanbieter hat einen direkten börsenrechtlichen Anspruch, dass ihm die gleichen Ausnahmen gewährt werden.

Vereinbart die Zielgesellschaft in einer Transaktionsvereinbarung, dem Anbieter eine Break-up Fee zu bezahlen, falls die Übernahme aus bestimmten

⁴³¹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. August 2000 i.S. Intersport betr. vorsorgliche Massnahme (E. 1); vgl. Verfügung der EBK vom 15. August 2003 i.S. InCentive (E. 4.2). Dies gilt auch, wenn eine Zielgesellschaft nach der Publikation eines Angebotes einen Konkurrenzanbieter sucht, stellt sie diesen potentiellen Anbietern nicht öffentlich bekannte Informationen zur Verfügung, muss sie diese Informationen auch dem Erstanbieter zur Verfügung stellen; vgl. BGE 2A.25/2007 vom 6. Juni 2007.

⁴³² Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E. 2; Dispositiv Ziff. 2). Die Geheimhaltungsverpflichtung steht unter dem Vorbehalt, dass die betreffenden Informationen und Dokumente Beratern sowie Behörden offengelegt werden können.

Gründen nicht gelingt, so muss sie den Konkurrenten die gleiche Break-up Fee zusagen.

– **Keine Gleichbehandlungspflicht bei der Empfehlung des Verwaltungsrates**

Das Gleichbehandlungsgebot verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber nicht dazu, bei seiner Empfehlung alle Angebote gleich zu werten bzw. nur nach der Höhe des gebotenen Preises zu beurteilen. Der Verwaltungsrat kann dementsprechend bei seinem Bericht trotz des Gleichbehandlungsgebotes ein Angebot aus Gründen des Unternehmensinteresses – z.B. weil der Anbieter verspricht, die Zielgesellschaft weiterzuführen – zur Annahme empfehlen, selbst wenn ein höheres Angebot vorliegt⁴³³. Eine derartige "Ungleichbehandlung" hat keinen Einfluss auf die konkurrierenden Angebote, da letztlich die Aktionäre der Zielgesellschaft allein entscheiden, welches Angebot sie annehmen wollen und dabei die Argumente des Verwaltungsrates selbst würdigen können.

⁴³³ Vgl. Verfügung der EBK i.S. InCentive vom 15. August 2003 (E. 4.2).

F. ZEITLICHER ABLAUF UND FRISTEN DES ANGEBOTES, KRAFT- LOSERKLÄRUNG

- *Das Angebot kann nach Ablauf einer Karenzfrist von zehn Börsentagen nach Veröffentlichung angenommen werden.*
- *Die Annahmefrist wird vom Anbieter festgelegt. Sie muss sich aber zwischen 20 und 40 Börsentagen bewegen.*
- *Der Anbieter sowie Personen, die mehr als 3% der Aktien der Zielgesellschaft halten, müssen während der Laufzeit des Angebots sämtliche Transaktionen in den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft der Übernahmekommission melden. Diese kann die Meldung veröffentlichen, wenn diese Transaktionen einen Einfluss auf die Preisbildung der betreffenden Titel haben.*
- *Nach Ablauf der Annahmefrist muss der Anbieter das Ergebnis offenlegen und angeben, ob die Bedingungen erfüllt worden sind.*
- *War das Angebot erfolgreich, d. h. sind die Bedingungen erfüllt worden, so muss der Anbieter den Aktionären der Zielgesellschaft eine Nachfrist von zehn Börsentagen zur Annahme des Angebots gewähren.*
- *Verfügt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98% der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er verlangen, dass die übrigen Aktien kraftlos erklärt und gegen Zahlung des Angebotspreises neu auf ihn ausgestellt werden.*

1. Karenzfrist

Das öffentliche Kaufangebot des Anbieters kann gemäss Art. 14 Abs. 1 UEV frühestens nach Ablauf einer Karenzfrist von zehn Börsentagen nach seiner Veröffentlichung in den Zeitungen von den Aktionären der Zielgesellschaft angenommen werden⁴³⁴. Diese Karenzfrist soll der Zielgesellschaft ermöglichen, auf das Angebot zu reagieren und insbesondere den Bericht des Verwaltungsrates, der gemäss Art. 33 UEV innert 15 Börsentagen nach Veröffentlichung des Angebots publiziert werden muss, vorzubereiten. Die Karenzfrist dient aber auch der Übernahmekommission dazu, den Angebotsprospekt zu prüfen bzw. gegen ein Angebot einzuschreiten, das den gesetzlichen Erfordernissen nicht entspricht. Vor allem können aber die qualifizierten Aktionäre ihre

⁴³⁴ Vgl. Verfügung 542/02 der UEK vom 2. September 2013 i.S. Società Elettrica Sopracenerina (E. 8).

Rechte gemäss Art. 57 UEV wahrnehmen, d. h. sich als Partei konstituieren, Akteneinsicht verlangen und gegebenenfalls Anträge stellen⁴³⁵.

Die Karenzfrist kann von der Übernahmekommission abgekürzt werden, wenn der Anbieter sein Angebot vor der Veröffentlichung zusammen mit dem Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft der Übernahmekommission zur Prüfung vorgelegt hat und keine Einsprachen von Aktionären im Sinne von Art. 58 UEV eingegangen sind⁴³⁶. Die Karenzfrist kann aber auch verlängert werden, wenn das Verfahren verzögert wird, weil ein Aktionär eine Einsprache gegen den Entscheid der Übernahmekommission über das Angebot erhebt oder eine der beteiligten Parteien Rechtsmittel gegen den Entscheid der Übernahmekommission einlegt⁴³⁷.

2. Annahmefrist

Das Angebot muss gemäss Art. 14 Abs. 3 und 4 UEV mindestens 20 Börsentage und maximal 40 Börsentage offen bleiben. Diese Frist kann allerdings auf zehn Börsentage abgekürzt werden, wenn der Anbieter bereits vor der Veröffentlichung des Angebots die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft besitzt und der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Angebotsprospekt veröffentlicht wird⁴³⁸. Hat der Anbieter eine Frist von weniger als 40 Börsentagen festgelegt, so kann er sich im Angebotsprospekt eine Verlängerung der Frist auf bis zu 40 Börsentage vorbehalten.

Die Übernahmekommission kann die Angebotsfrist verlängern, wenn Anbieter oder Zielgesellschafter ihren Pflichten nicht nachkommen⁴³⁹ oder wenn eine Entscheidung der FINMA, die für das Angebot wesentlich ist, noch aussteht.⁴⁴⁰

3. Meldung von Transaktionen während der Laufzeit des Angebots

Um zu gewährleisten, dass die Börsenkurse der Zielgesellschaft nicht von Transaktionen des Anbieters oder ihm nahe stehenden Personen beeinflusst werden und um bezüglich derartiger Transaktionen für die Aktionäre Transparenz zu schaffen, sieht Art. 38 ff. UEV vor, dass der Anbieter sowie alle Personen, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln⁴⁴¹, sämtliche

⁴³⁵ Vgl. Verfügung 403/1 der UEK vom 30. März 2009 i.S. Harwanne; vgl. Verfügung der UEK 402/01 vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec (E. 14); für ein Beispiel einer derartigen Intervention eines qualifizierten Aktionärs vgl. Verfügung 403/02 der UEK vom 16. März 2009 i.S. Harwanne.

⁴³⁶ Derartige Einsprachen müssen innert fünf Börsentagen nach Veröffentlichung der ersten Verfügung der Übernahmekommission zum Angebotsprospekt eingereicht werden.

⁴³⁷ Vgl. Verfügung 468/02 der UEK vom 24. Februar 2011 (E. 1) i.S. Genolier; vgl. Verfügung 403/4 der UEK vom 2. April 2009 (E. 1 ff.).

⁴³⁸ Vgl. Verfügung 427/01 der UEK vom 29. September 2009 i.S. Canon (E. 8); vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Februar 2004 i.S. Optic-Optical Technology Investment; Empfehlung der UEK vom 1. Oktober 2004 i.S. Pelham (E. 6).

⁴³⁹ z.B. Publikation des Berichtes des Verwaltungsrates mit Zwischenabschluss.

⁴⁴⁰ Vgl. Verfügung 468/04 der UEK vom 23. März 2011 (E. 1).

⁴⁴¹ Zu diesem Begriff Ziff. II.C.1. oben.

Transaktionen der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft offenlegen müssen. Bei Tauschangeboten gilt die gleiche Meldepflicht auch für die Titel der Gesellschaft, die zum Tausch angeboten werden.

Der Meldepflicht unterliegen gemäss Art. 39 UEV auch alle Personen bzw. Gruppen, die direkt oder indirekt über eine Beteiligung von mindestens 3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft bzw. der Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, verfügen⁴⁴².

Die Personen, die der Meldepflicht unterliegen, müssen die von ihnen getätigten börslichen und ausserbörslichen Transaktionen gemäss Art. 41 UEV täglich detailliert der Übernahmekommission melden⁴⁴³.

Die gemeldeten Transaktionen werden gemäss Art. 43 UEV täglich auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht. Die Offenlegung dieser Transaktionen bietet den Aktionären der Zielgesellschaft wichtige Anhaltspunkte über die tatsächlichen Absichten der beteiligten Parteien und erlaubt der Übernahmekommission, allfällige Manipulationsversuche sowie Verletzungen der Best Price-Regel festzustellen.

Die Meldepflicht im Sinne von Art. 38 ff. UEV ersetzt während der Zeit eines Übernahmeverfahrens die Meldepflicht im Sinne von Art. 20 BEHG. Während der Dauer des Übernahmeverfahrens müssen die Personen, die der Meldepflicht gemäss Art. 38 ff. UEV unterliegen, keine Meldungen gemäss Art. 20 BEHG machen. Nach Beendigung des Übernahmeverfahrens müssen sie allerdings gemäss Art. 19 BEHV-FINMA den in diesem Zeitpunkt vorhandenen Bestand neu melden.

4. Bekanntgabe des Zwischenergebnisses

Gemäss Art. 44 UEV muss der Anbieter am ersten Börsentag nach Ablauf der Angebotsfrist ein vorläufiges Zwischenergebnis⁴⁴⁴ der Börse⁴⁴⁵ und der Übernahmekommission mitteilen und in gleicher Weise öffentlich verbreiten wie den Angebotsprospekt. Spätestens vier Börsentage nach Ablauf der Annahmefrist muss dann das genaue Zwischenergebnis publiziert werden. Dieser Ergebnisbericht muss einerseits die Zahl der angedienten 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 angeben. Zusätzlich muss

⁴⁴² Diese Pflicht gilt auch für die Zielgesellschaft selber, sofern sie mehr als 3% der eigenen Aktien hält; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. November 2000 i.S. Axantis (E. 1).

⁴⁴³ Die Meldung muss bis 12.00 Uhr des folgenden Börsentages erfolgen (Art. 42 UEV).

⁴⁴⁴ Das Ergebnis ist in diesem Zeitpunkt noch vorläufig, weil in der Praxis erfahrungsgemäss ein Teil der Annahmeerklärungen physisch erst zwei bis drei Tage nach Abschluss der Annahmefrist eintreffen, auch wenn diese fristgerecht abgesandt wurden.

⁴⁴⁵ Adressat ist dabei die Offenlegungsstelle der betroffenen Börse.

der Anbieter das Publikum gemäss Art. 45 UEV auch darüber informieren, ob die im Angebot erwähnten Bedingungen erfüllt worden sind oder ob er gegebenenfalls auf gewisse Bedingungen verzichtet hat, d. h. ob das Angebot gültig zustande gekommen ist. In diesem Zeitpunkt muss der Anbieter auch bekannt geben, ob einzelne Bedingungen weiterhin gelten und zum Aufschub des Vollzugs führen⁴⁴⁶.

5. Nachfrist

Wenn das Angebot zustande gekommen ist, d. h. der Anbieter bei der Veröffentlichung des Ergebnisses mitgeteilt hat, dass die Bedingungen des Angebots erfüllt worden sind und er die angedienten Beteiligungspapiere kauft, so muss er den übrigen Aktionären gemäss Art. 14 Abs. 5 UEV eine Nachfrist von zehn Börsentagen gewähren, damit diese das Angebot ebenfalls noch annehmen können.

6. 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.

7. Abwicklung des Angebots

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. durch Auslieferung der in einem Tauschangebot offerierten Titel abgewickelt werden. Diese Frist kann von der Übernahmekommission aus wichtigen Gründen erstreckt werden⁴⁴⁷.

8. Kraftloserklärung der restlichen Aktien

8.1 Voraussetzungen für die Kraftloserklärung

Verfügt der Anbieter nach Ablauf der Nachfrist über mehr als 98% der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er gemäss Art. 33 BEHG innerhalb einer Frist von drei Monaten verlangen, dass die restlichen Beteiligungspapiere für kraftlos erklärt werden⁴⁴⁸. Zur Feststellung, ob der Grenzwert von 98% erreicht ist, werden gemäss Art. 54 BEHV neben den vom Anbieter direkt gehaltenen Aktien auch Aktien berücksichtigt, die von der Zielgesellschaft selbst gehalten werden, sowie Aktien, die der Anbieter im Zeitpunkt des Gesuchs um Kraft-

⁴⁴⁶ Siehe dazu Ziff. III.B.4.3 oben.

⁴⁴⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. September 2003 i.S. Centerpulse (E. 1).

⁴⁴⁸ Sofern der Anbieter erst nach Ablauf dieser Frist eine Mehrheit von 98% erreicht, so muss in diesem Zeitpunkt ein neues öffentliches Angebot gemacht werden, das letztlich allein das Ziel hat, die Voraussetzung für das Kraftloserklärungsverfahren zu schaffen. Ein Beispiel eines derartigen Angebotes findet sich in der Empfehlung der UEK vom 13. September 2004 i.S. Bon Appétit Group.

loserklärung indirekt, d. h. über Tochtergesellschaften hält, oder die von Dritten gehalten werden, die in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln⁴⁴⁹. Der Grenzwert von 98% stellt im Übrigen allein auf die Stimmrechte⁴⁵⁰ und nicht auf die Kapitalanteile ab. Die Tatsache, dass sich z.B. bei einer Zielgesellschaft Partizipationsscheine im Publikum befinden, die einen grossen Teil des Kapitals repräsentieren, hat daher keinen Einfluss auf die Möglichkeit zur Kraftloserklärung⁴⁵¹.

Die Kraftloserklärung muss sich immer auf sämtliche im Publikum befindlichen kotierten Beteiligungspapiere beziehen, da sich auch das öffentliche Übernahmeangebot gemäss Art. 9 Abs. 2 UEV auf alle Kategorien kotierter Beteiligungspapiere einer Gesellschaft beziehen muss. Daher muss sich das Kraftloserklärungsverfahren bei einer Zielgesellschaft, die Partizipationsscheine ausgegeben hat, auch auf diese beziehen, selbst wenn die Berechnung des Grenzwertes von 98%, wie oben dargestellt, allein auf den Stimmrechten beruht und die Partizipationsscheine dementsprechend bei dieser Berechnung nicht berücksichtigt worden sind.

8.2 Verfahren

Will der Anbieter ein Kraftloserklärungsverfahren anstrengen, so muss er beim zuständigen Gericht am Sitz der Zielgesellschaft gegen die Zielgesellschaft eine entsprechende Klage einleiten und die Voraussetzungen für die Kraftloserklärung beweisen⁴⁵². 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. Die übrigen Aktionäre können zwar dem Gerichtsverfahren beitreten und können dabei insbesondere geltend machen, dass die Voraussetzungen für das Kraftloserklärungsverfahren nicht erfüllt sind, weil der Anbieter zum Beispiel gar nicht 98% der Stimmrechte besitzt oder die Dreimonatsfrist bei Einleitung des Verfahrens bereits abgelaufen ist. Sie 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.

8.3 Kraftloserklärung

Sind die Voraussetzungen für die Kraftloserklärung erfüllt, erklärt das Gericht die Aktien der unabhängigen Aktionäre als kraftlos. Die Zielgesellschaft gibt

⁴⁴⁹ Zum Begriff dieser Personen vgl. Ziff. II.C.1. oben.

⁴⁵⁰ Beim Stimmrecht ist dabei irrelevant, ob dieses tatsächlich ausgeübt werden kann oder ob es ruht, weil die Aktien z.B. von der Zielgesellschaft selbst gehalten werden (Art. 54 BEHV).

⁴⁵¹ Besteht das Kapital allerdings überwiegend aus Titeln ohne Stimmrecht, so dürfte es rechtsmissbräuchlich sein, wenn sich ein Erwerber, der nur die stimmberechtigten Titel erworben hat, auf das Kraftloserklärungsverfahren beruft.

⁴⁵² Durchführung und Abschluss eines öffentlichen Übernahmeangebotes für die Zielgesellschaft, Erreichung des Grenzwertes von 98% der Stimmrechte, Einhaltung der Frist von drei Monaten.

darauf die entsprechenden Beteiligungspapiere dem Anbieter erneut aus, der seinerseits den Eigentümern der kraftlos erklärten Beteiligungspapiere den Übernahmepreis bezahlen bzw. die in einem öffentlichen Tauschangebot angebotenen Wertpapiere übergeben muss.

G. KONKURRIERENDE ANGEBOTE

Zwischen konkurrenzierenden Angeboten soll ein möglichst offener Wettbewerb herrschen:

- *Die Zielgesellschaft ist verpflichtet, alle Anbieter gleich zu behandeln.*
- *Die Fristen der Angebote werden synchronisiert, so dass die Aktionäre der Zielgesellschaft eine echte Alternative haben.*
- *Aktionäre, die das Erstantebot angenommen haben, können die Annahme widerrufen, wenn ein Konkurrenzangebot gemacht wird.*
- *Das Versprechen der Zielgesellschaft, einem Anbieter, der dem Verwaltungsrat genehm ist, eine Konventionalstrafe zu zahlen oder wesentliche Unternehmensanteile günstig abzutreten, falls er von einem Konkurrenzbieter überboten wird, ist unzulässig, da derartige Vereinbarungen weder im Interesse der Gesellschaft noch der Aktionäre liegen. Möglich ist nur der Ersatz der tatsächlich angefallenen Kosten.*

1. Konkurrenzangebot

Bei einer attraktiven Zielgesellschaft ist es möglich, dass gleichzeitig mehrere potentielle Anbieter ein Übernahmeangebot unterbreiten. Ein derartiger Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern ist in der Schweiz allerdings selten. Auch wenn sich mehrere potentielle Anbieter für ein Unternehmen interessieren, werden relativ selten konkurrenzierende Angebote gemacht, da der Zweitanbieter eine Prämie über den vom Erstanbieter angebotenen Preis bieten müsste. Damit würde er – im Vergleich zum ursprünglichen Börsenkurs – einen sehr hohen Preis bezahlen, wenn bereits der erste Anbieter eine Prämie gegenüber dem Börsenkurs angeboten hat. Dass es in der Praxis nur in vereinzelt Fällen⁴⁵³ zu Bieterkonkurrenzen kommt, hängt aber auch damit zusammen, dass die Übernahme in der Schweiz normalerweise nicht mit dem öffentlichen Angebot entschieden wird, sondern meist vor dem eigentlichen Angebot, indem der Anbieter ausserhalb der Börse Mehrheitspakete oder massgebende Minderheitspakete erwirbt, die ihm gegenüber einem Konkurrenten einen uneinholbaren Vorsprung geben.

Entsteht eine Bieterkonkurrenz, so soll der entsprechende Wettbewerb zwischen den einzelnen potentiellen Anbietern nach den Vorstellungen des Ge-

⁴⁵³ Bisher La Suisse, Holvis, Sopafin, Centerpulse, Axantis, Intersport, Leica, SIG, SAIA-Burgess, Bank Linth, sia Abrasives, Victoria Jungfrau-Collection, Absolute Private Equity.

setzgebers möglichst offen sein, damit sich zum Vorteil der Aktionäre der Zielgesellschaft ein Preis bildet, der möglichst nahe beim tatsächlichen Wert der Zielgesellschaft liegt⁴⁵⁴. Diese Öffnung des Wettbewerbs über die Unternehmenskontrolle wird durch verschiedene gesetzgeberische Massnahmen erreicht, die im Folgenden dargestellt werden. Diese Bestimmungen kommen aber nur dann zur Anwendung, wenn sich tatsächlich zwei Übernahmeangebote gegenüberstehen. Stehen den Aktionären der Zielgesellschaft neben dem Übernahmeangebot andere Alternativen, wie z.B. die Liquidation der Zielgesellschaft oder die Fusion mit einer Drittgeseellschaft offen, so kommen die Bestimmungen über Konkurrenzangebote nicht zur Anwendung⁴⁵⁵, auch wenn diese unterschiedlichen Transaktionen im wirtschaftlichen Sinn letztlich im Wettbewerb miteinander stehen.

2. Gleichbehandlung der Anbieter durch die Zielgesellschaft

Wie oben in Ziff. III.E.3. dargestellt, muss die Zielgesellschaft alle konkurrierenden Bieter gleich behandeln und ihnen insbesondere auch die gleichen Informationen zur Verfügung stellen⁴⁵⁶. Der Gleichbehandlungsgrundsatz erfordert aber auch, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bezüglich der Abwehrmassnahmen alle Anbieter gleich behandelt. Hat sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dazu entschlossen, den Aktionären die Annahme eines Angebotes zu empfehlen und dem betreffenden Anbieter eine Ausnahme von den statutarischen Vinkulierungsvorschriften und einer Stimmrechtsbeschränkung zu gewähren, so muss er diese Ausnahmen auch anderen Bietern, die höhere Preise zahlen, gewähren. Damit hat ein Verwaltungsrat, der einmal ein Übernahmeangebot zur Annahme empfohlen und dem betreffenden Anbieter gewisse Vorteile eingeräumt hat, letztlich immer einen Markt für die Übernahme des Unternehmens eröffnet, an dem auch Dritte unter gleichen Bedingungen teilnehmen können.

Wenn eine Zielgesellschaft mit dem ersten Anbieter vereinbart hat, dass sie eine Break-up Fee zahlt, falls das öffentliche Angebot nicht erfolgreich ist, so muss sie aufgrund des Gleichbehandlungsgebotes dieselbe Summe auch einem Konkurrenzanbieter zusichern. Dies nimmt derartigen Vereinbarungen natürlich einen Teil ihrer abschreckenden Wirkung.

Die Pflicht zur Gleichbehandlung von Konkurrenzofferten hindert allerdings den Verwaltungsrat nicht daran, im Rahmen des Berichtes, den er zu jedem Angebot einzeln abgeben muss, hervorzuheben und beispielsweise im Interesse der Gesellschaft oder ihrer Arbeitnehmer den Aktionären die Annahme eines

⁴⁵⁴ Vgl. Verfügung der EBK vom 23. Juli 2003 i.S. Incentive (E. 3.3.2 ff.).

⁴⁵⁵ Vgl. Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. EIC.

⁴⁵⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. August 2000 i.S. Intersport betreffend vorsorgliche Massnahme (E. 1).

Angebotes zu empfehlen, das einen tieferen Preis als ein Konkurrenzangebot vorsieht⁴⁵⁷.

3. **Fristenlauf bei konkurrierenden Angeboten**

Gemäss Art. 50 Abs. 1 UEV muss ein konkurrierendes Angebot bis spätestens am letzten Börsentag vor Ablauf des vorhergehenden Angebotes durch Publikation des Angebotsprospektes oder einer Voranmeldung eingeleitet werden⁴⁵⁸. Sofern allerdings ein konkurrierendes Angebot nur mit einer Voranmeldung eingeleitet wird, muss der Angebotsprospekt gemäss Art. 50 Abs. 2 UEV innert fünf Börsentagen nach Publikation der Voranmeldung veröffentlicht werden.

Die Annahmefrist des konkurrierenden Angebotes dauert grundsätzlich gleich lange, wie die des ersten Angebotes, mindestens jedoch zehn Börsentage. Überdies wird gemäss Art. 50 UEV die Angebotsfrist des Erstantgebotes bis zum Ende der Angebotsfrist des konkurrierenden Angebotes verlängert, falls die Angebotsfrist des konkurrierenden Angebotes länger läuft als die des Erstantgebotes, damit die Aktionäre der Zielgesellschaft während der gesamten Angebotsfrist des konkurrierenden Angebotes frei zwischen den beiden Angeboten wählen können. Um diese Konkurrenz zu ermöglichen, legt die Übernahmekommission in der Praxis beim Auftreten eines Konkurrenzangebots jeweils den Fristenlauf in einem Zeitplan fest, der so gestaltet ist, dass die Aktionäre tatsächlich Wahlfreiheit haben⁴⁵⁹.

Der Erstantbieter kann sein Angebot gemäss Art. 52 Abs. 1 UEV bis spätestens am fünften Börsentag vor Ablauf der Annahmefrist ändern⁴⁶⁰. Eine derartige Änderung führt dazu, dass für dieses Angebot wieder eine neue Frist läuft, die mindestens zehn Tage dauert, was auch zu einer Verlängerung der Annahmefrist für das Konkurrenzangebot führt. Theoretisch kann die Abfolge mehrerer konkurrierender Angebote aufgrund dieser Fristenregelung dazu führen, dass die Gesamtdauer des Angebotsverfahrens immer länger wird. Da die Unsicherheit, die mit einem solchen Angebotsprozess verbunden ist, für die Zielgesellschaft und damit indirekt auch für deren Aktionäre schädlich ist, 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 oder den Widerruf von Angeboten verkürzt. Die Übernahmekommission stellt in derartigen Fällen direkt Zeitpläne für den Ab-

⁴⁵⁷ Die Erfahrung zeigt allerdings, dass Aktionäre der Zielgesellschaft letztlich allein aufgrund des Angebotspreises entscheiden und dass die Auswirkungen der Übernahme auf andere Stakeholder das Verhalten der Aktionäre der Zielgesellschaft nicht in wesentlichem Masse beeinflussen.

⁴⁵⁸ Besteht bereits eine Konkurrenzsituation und sind dadurch die Fristen für das ganze Angebotsverfahren massiv verlängert worden, so kann die Übernahmekommission auch einen früheren Termin für zusätzliche Konkurrenzangebote festlegen; vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse/InCentive (E. 3).

⁴⁵⁹ Vgl. Verfügung 477/03 der UEK vom 25. Juli 2011 i.S. Absolute Private Equity (E. 2).

⁴⁶⁰ Vgl. Verfügung 550/03 der UEK vom 8. Januar 2014 i.S. der Victoria-Jungfrau Collection (E. 2).

lauf von Angeboten und Gegenangeboten auf, die für die Beteiligten verbindlich sind⁴⁶¹.

4. Widerruf von Annahmeerklärungen

Sobald ein konkurrenzierendes Angebot veröffentlicht wird, können die Aktionäre der Zielgesellschaft gemäss Art. 51 Abs. 2 UEV ihre Annahmeerklärung bezüglich des vorhergehenden Angebotes widerrufen, so dass sie nun das konkurrenzierende Angebot annehmen können. Diese Bestimmung ist zwingend, d. h. die Aktionäre der Zielgesellschaft können weder während der Laufzeit des Angebots noch vor der Publikation des Angebots auf ihr Rücktrittsrecht verzichten. Dementsprechend hat auch ein Aktionär der Zielgesellschaft, der sich vor der Publikation des Angebots gegenüber dem Anbieter verpflichtet hat, seine Aktien einzuliefern und auf sein Widerrufsrecht zu verzichten, zwingend ein Widerrufsrecht, da der Verzicht auf das Widerrufsrecht ungültig ist⁴⁶². Dasselbe gilt auch, wenn ein Aktionär der Zielgesellschaft vor dem Angebot dem Anbieter Aktien unter der Bedingung verkauft hat, dass das Übernahmeangebot erfolgreich ist.

Ein Anbieter kann sich daher grosse Aktienblöcke vor der Veröffentlichung des Angebots nur dadurch sichern, dass er die entsprechenden Aktien bedingungslos kauft, da ein unbedingter Verkauf vom betreffenden Aktionär auch dann nicht aufgelöst werden kann, wenn später ein Dritter ein höheres Angebot macht. Bei einem derartigen Vorgehen trägt der Anbieter allerdings das Risiko, dass er auf den zur Vorbereitung des Angebots gekauften Beteiligungen sitzen bleibt, wenn er mit seinem Angebot nicht erfolgreich ist und die angestrebte Mehrheit nicht erreicht.

5. Änderung von Angeboten

Sobald ein konkurrenzierendes Angebot veröffentlicht worden ist, kann das Erstangebot gemäss Art. 52 Abs. 1 UEV bis zum fünften Börsentag vor Ablauf der Angebotsfrist geändert werden, wobei allerdings nur Änderungen zugunsten der Aktionäre, wie namentlich eine Erhöhung des Übernahmepreises, möglich sind. Macht ein Anbieter von diesem Recht Gebrauch, so kommt es zu der oben beschriebenen Verlängerung der Angebotsfrist.

6. Lock-up-Vereinbarungen zur Abwehr konkurrierender Angebote

Wenn sich der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft entscheidet, das Angebot eines bestimmten potentiellen Anbieters anzunehmen und seine Zustimmung zur Übernahme zu erteilen, so haben die Parteien häufig das Bedürfnis, durch geeignete vertragliche Vereinbarungen Dritte von einem Konkurrenzangebot

⁴⁶¹ Vgl. Empfehlung vom 7. August 2000 i.S. Intersport (E. 2); vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse/InCentive; vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2003 i.S. InCentive (E. 1 ff.).

⁴⁶² Vgl. Verfügung der EBK i.S. Centerpulse/InCentive vom 23. Juli 2003 (E. 3).

abzuhalten. In Anlehnung an ausländische Vorbilder stehen dabei folgende Möglichkeiten im Vordergrund:

6.1 Vereinbarungen von Break-up Fees

Bei einer derartigen Vereinbarung verspricht die Zielgesellschaft die Zahlung einer bestimmten Summe, wenn das Angebot des Anbieters nicht erfolgreich ist, weil eine Drittpartei ein höheres Konkurrenzangebot macht und die Aktionäre der Zielgesellschaft dieses annehmen.

Gemäss Art. 717 OR muss der Verwaltungsrat bei seiner Tätigkeit die Interessen der Gesellschaft wahren. Dementsprechend darf er auch nur Ausgaben tätigen, die im Interesse der Gesellschaft liegen. Bei der Vereinbarung von Break-up Fees stellt sich die Frage, inwieweit diese tatsächlich im Interesse der Gesellschaft liegen, da die Übernahme weder Aktiven der Zielgesellschaft noch deren Geschäft betrifft. 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. Eine derartige Argumentation rechtfertigt eine Konventionalstrafen-Vereinbarung allerdings nur bis zur Höhe der internen und externen Kosten, die ein öffentliches Angebot dem Erstanbieter verursacht. Eine Zahlung, die über diesen Betrag hinausgeht, kann dagegen unter Berufung auf die Interessen der Gesellschaft und ihrer Aktionäre nicht gerechtfertigt werden, da der Erstanbieter am Angebot ein starkes Eigeninteresse hat und deshalb für sein Angebot nicht noch zusätzlich von der Zielgesellschaft abgegolten werden muss. Eine derartige zusätzliche Zahlung kann damit letztlich nur den Zweck haben, das Angebot abzusichern und einen Angebotswettbewerb zwischen mehreren potentiellen Käufern zu verhindern. Dies liegt weder im Interesse der Zielgesellschaft selbst noch im Interesse ihrer Aktionäre⁴⁶³, sondern verhindert sogar zum Nachteil der Aktionäre ein höheres Angebot. Deshalb verstösst der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit einer derartigen Vereinbarung meines Erachtens gegen seine Pflicht aus Art. 717 OR, die Interessen der Gesellschaft zu wahren. Dies führt dazu, dass die betreffende Vereinbarung in dem Masse ungültig wird, in dem die Konventionalstrafe die tatsächlichen Kosten übersteigt, da die Vereinbarung in diesem Masse in einer für den Erstanbieter erkennbaren Weise über die Vertretungsmacht des Verwaltungsrates gemäss Art. 718 OR hinausgeht. Wegen des Verstosses gegen Art. 717 OR kann der Verwaltungsrat – falls die betreffende Zahlung bereits geleistet worden ist und nicht zurückgefordert werden kann – aber auch aufgrund von Art. 754 OR der Gesellschaft gegenüber für den Teil der Konventionalstrafe schadenersatzpflichtig werden, der den reinen Kostenersatz übersteigt.

⁴⁶³ Überdies widerspricht die Verhinderung von Konkurrenzangeboten auch der börsengesetzlichen Grundwertung. Art. 30 Abs. 1 BEHG verlangt ausdrücklich, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft zwischen konkurrierenden Angeboten frei wählen können.

6.2 Crown Jewel Options

Um die Übernahme durch einen bestimmten Anbieter zu sichern, kommt es auch vor, dass die Zielgesellschaft dem von ihr gewählten Anbieter ein Kaufrecht für einen attraktiven Betriebsteil oder eine attraktive Tochtergesellschaft zu einem relativ günstigen Preis gewährt. Dieses Kaufrecht wird unter die Bedingung gestellt, dass es nur ausgeübt werden kann, wenn eine Drittpartei die Mehrheit der Aktien der Zielgesellschaft erwirbt, d. h. der Erstanbieter von einem Konkurrenten mit einem höheren öffentlichen Angebot überboten wird.

Eine derartige Vereinbarung ist grundsätzlich gemäss Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 35 UEV unzulässig, wenn sie nach dem Vorliegen eines Übernahmeangebotes getroffen wird, was es der Zielgesellschaft unmöglich macht, eine derartige Option mit einem als Konkurrenten auftretenden "white knight" zu vereinbaren. Aufgrund der Argumentation der EBK in der Angelegenheit Centerpulse dürften aber auch Lock-up-Bestimmungen mit dem ersten Anbieter unzulässig sein, da die EBK davon ausgeht, dass der freie Wettbewerb unter Konkurrenzbieter weder von den Aktionären der Zielgesellschaft noch von der Zielgesellschaft selber verhindert werden darf⁴⁶⁴.

Selbst wenn derartige Vereinbarungen mit dem ersten Anbieter börsenrechtlich zulässig wären, so sind sie aus gesellschaftsrechtlicher Sicht äusserst problematisch. Da die Veräusserung der betreffenden "crown jewels" nicht im Interesse der Zielgesellschaft selbst liegt, sondern nur im Interesse des Anbieters, der auf diese Weise Konkurrenzangebote verhindert bzw. sich den wesentlichen Teil des Unternehmens der Zielgesellschaft günstig sichern will, sind sie m.E. wegen einer für den Anbieter erkennbaren Überschreitung der Vertretungsmacht der Organe der Zielgesellschaft⁴⁶⁵ ungültig. Sollten die betreffenden Aktiven bereits übertragen worden und eine Rückabwicklung unmöglich sein, so kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gemäss Art. 754 OR für die Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert der veräusserten Aktiven und dem Verkaufspreis schadenersatzpflichtig werden.

⁴⁶⁴ Vgl. Verfügung der EBK vom 23. Juli 2003 i.S. Centerpulse/InCentive (E. 3).

⁴⁶⁵ Art. 718 OR.

H. KAUF EIGENER AKTIEN

- *Kotierte Unternehmen kaufen häufig eigene Aktien zurück, um ihr Eigenkapital den Bedürfnissen ihres Geschäftes anzupassen. Der Rückkauf erfolgt entweder auf einer zweiten Handelslinie, durch Ausgabe von Put-Optionen oder durch öffentliches Angebot mit Festpreis. Werden die Aktien zu anderen Zwecken als zur Kapitalherabsetzung gekauft (z.B. zur Deckung einer Optionsanleihe), so ist auch ein Rückkauf auf der normalen Handelslinie möglich.*
- *Rückkaufangebote unterstehen grundsätzlich den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote. Eine Befreiung ist jedoch wie folgt möglich:*
 - *Rückkäufe, die sich auf maximal zwei Prozent des Kapitals beziehen, sind ohne weitere Formalitäten automatisch freigestellt;*
 - *Rückkäufe, die sich auf höchstens zehn Prozent des Kapitals beziehen, können im Meldeverfahren (standardisierte Meldung an die Übernahmekommission) freigestellt werden, wenn bestimmte weitere Bedingungen eingehalten werden (insbesondere Gleichbehandlung der Anleger);*
 - *Rückkäufe über zehn Prozent können auf individuelles Gesuch hin freigestellt werden, sofern sie nicht zu einer Verschiebung in der Beherrschung der Gesellschaft führen.*

1. Gründe für Rückkaufangebote

Kotierte Gesellschaften kaufen häufig ihre eigenen Aktien zurück. Anders als bei Kaufangeboten Dritter wird mit derartigen Transaktionen nicht das Ziel verfolgt, durch den Aktienkauf die Beteiligungsverhältnisse an der Gesellschaft zu beeinflussen oder sogar die Beherrschung über die 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 an die Aktionäre zurückzuführen. Die Verkleinerung des Kapitals bzw. die geringere Anzahl ausstehender Aktien hat auch den Effekt, dass sich der Gewinn für die Aktionäre, die ihre Aktien nicht verkaufen, verdichtet, weil der Gewinn pro Aktie steigt.

Zum Teil werden Aktien aber auch zurückgekauft, um die Verpflichtungen einer Gesellschaft aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen oder Optionsanlei-

hen zu decken⁴⁶⁶. Eine weitere Motivation für Rückkaufprogramme ist aber auch die Stabilisierung der Kursverhältnisse nach einem Spin-Off. Die betreffenden Unternehmen kaufen in diesen Fällen Aktien zurück, die von Aktionären abgegeben werden, die nicht an den neu abgegebenen Aktien des abgespaltenen Unternehmens interessiert sind⁴⁶⁷. Wie in Ziff. IV.A.1.3. und Ziff. IV.B.3. im Einzelnen dargestellt wird, lösen Rückkaufangebote bei privaten Aktionären der betroffenen Gesellschaft völlig andere Steuerfolgen aus als der Verkauf von Aktien an einen Drittübernehmer. Die Transaktion gilt als direkte Teilliquidation, was dazu führt, dass die Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Nominalwert der zurückgekauften Aktien als Liquidationserlös und nicht als Kapitalgewinn betrachtet wird. Nur wenn eine Gesellschaft beabsichtigt, die zurückgekauften Aktien wieder zu verkaufen – dies ist der Fall, wenn die Aktien zurückgekauft werden, um Wandel- oder Optionsrechte zu decken oder um Aktien für ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm zu beschaffen – wird der Rückkauf steuerlich wie der Verkauf an einen Dritten behandelt. Die so einschneidenden Unterschiede in der steuerlichen Behandlung erfordern, dass die betreffende Gesellschaft in der Ankündigung des Rückkaufangebotes deutlich auf die Steuerfolgen hinweist.

2. Methoden zum Rückkauf von Aktien

Rückkaufangebote werden in der Praxis in einer der folgenden Formen durchgeführt:

2.1 Rückkauf über eine zweite Handelslinie

Bei diesem Vorgehen richtet die Gesellschaft neben der normalen Handelslinie an der Börse eine zweite Handelslinie ein, in der sie allein als Käuferin auftritt und ankündigt, dass sie auf der Differenz zwischen Kaufpreis und Nominalwert der Aktien die Verrechnungssteuer zum Abzug bringt⁴⁶⁸. Der Rückkauf muss auf dieser vom übrigen Handel abgetrennten zweiten Linie erfolgen, damit den Aktionären klar ist, dass bei einem Verkauf andere Steuerfolgen eintreten als beim Verkauf an Dritte⁴⁶⁹ und dass bei der Abrechnung über derartige Verkäufe die bei direkter Teilliquidation fällige Verrechnungssteuer abgezogen wird⁴⁷⁰.

⁴⁶⁶ Vgl. den in der Empfehlung der UEK vom 27. Oktober 2000 i.S. Mövenpick dargestellten Fall. Gegenüber einer Deckung von Optionsverpflichtungen durch bedingtes Kapital hat dieses Vorgehen für die Aktionäre den Vorteil, dass die ausstehenden Aktien nicht verwässert werden.

⁴⁶⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2000 i.S. Zurich Financial Services und Empfehlung der UEK vom 31. August 2000 i.S. Syngenta.

⁴⁶⁸ Diese Art des Rückkaufs ist in der Praxis am häufigsten, vgl. beispielsweise 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.

⁴⁶⁹ Vgl. zur steuerlichen Behandlung von Rückkäufen unten Ziff. IV.B.3.

⁴⁷⁰ Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. IV.C.2. unten.

2.2 Rückkauf über die erste Handelslinie

Grundsätzlich kann eine Gesellschaft auch über die normale Handelslinie ihre Aktien zurückkaufen. Dieses Verfahren kann aber nur dann zur Anwendung kommen, wenn die Aktien nicht zum Zweck der Kapitalherabsetzung gekauft, sondern von der Gesellschaft später weiterverkauft werden⁴⁷¹, da beim Handel auf der ersten Linie die Verrechnungssteuer nicht abgezogen werden darf, sondern der vereinbarte Kaufpreis ungeschmälert bezahlt werden muss.

2.3 Rückkauf über Put-Optionen

Bei dieser Form des Rückkaufs werden den einzelnen Aktionären frei handelbare Put-Optionen abgegeben, die sie berechtigen, Aktien der Gesellschaft zurück zu verkaufen⁴⁷². Normalerweise wird dabei der Rückkaufpreis über dem Börsenkurs angesetzt, so dass die Put-Optionen einen inneren Wert ausweisen. Typischerweise verkaufen dann die Privatanleger, die bei einem Rückkauf negative Steuerfolgen erleiden, ihre Put-Optionen an steuerbefreite institutionelle Anleger, für die ein derartiger Rückkauf keine negativen Steuerfolgen hat⁴⁷³.

2.4 Öffentliches Angebot mit Festpreis

Bei dieser Art des Angebots macht die Gesellschaft ein konventionelles Kaufangebot und offeriert, eine bestimmte Anzahl von Aktien während einer bestimmten Frist zu kaufen⁴⁷⁴.

2.5 Kombinationen

Zum Teil werden die oben dargestellten Transaktionsstrukturen auch in einem zweistufigen Rückkauf kombiniert, indem einerseits Aktien mittels eines Put-Programmes zurückgekauft werden, andererseits aber auch ein Rückkauf auf der zweiten Linie stattfindet⁴⁷⁵.

3. Rückkaufprogramm und Gleichbehandlung der Aktionäre

Ein Grundproblem von Rückkaufangeboten ist die Gleichbehandlung der Aktionäre. Aus den unten in Ziff. IV.B.3. dargestellten steuerlichen Konsequenzen derartiger Transaktionen ergibt sich, dass natürliche Personen, die Aktien im Privatvermögen halten, nicht an einem Rückkaufprogramm teilnehmen können, da die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nennwert der betreffenden Aktien als Einkommen besteuert wird. Daher können letztlich nur steuerbefreite institutionelle Anleger sowie Beteiligungsgesellschaften ihre Aktien in Rückkaufangeboten verkaufen.

⁴⁷¹ Z.B. im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogrammes oder bei der Ausübung von Option oder Wandelrechten durch Inhaber von Options- oder Wandelanleihen.

⁴⁷² Vgl. Angebot der Mobilezone Holding AG vom 6. September 2004; vgl. Angebot der Swisscom vom 22. Februar 2002.

⁴⁷³ Dazu im Einzelnen Ziff. IV.A.3.

⁴⁷⁴ Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. März 2002 i.S. Schweizerhall Holding.

⁴⁷⁵ Vgl. Empfehlung der UEK vom 4. April 2001 i.S. Forbo.

Diese Ungleichbehandlung von natürlichen Personen und institutionellen Anlegern ist allerdings kein aktienrechtliches Problem, da die unterschiedliche Behandlung dieser Anlegerklassen eine Konsequenz des Steuersystems⁴⁷⁶ und somit 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 dennoch verpflichtet, die Transaktion so zu gestalten, dass die durch die steuerliche Situation bedingte Ungleichbehandlung nicht zu einer übermässigen finanziellen Bevorteilung bestimmter Aktionärsgruppen führt. Daher dürfen die Preise, welche die Gesellschaft bei Rückkäufen auf der zweiten Linie zahlt, nicht wesentlich über den Börsenkursen liegen, die auf der ersten Linie bezahlt werden. Andernfalls würden die institutionellen Anleger, die allein als Verkäufer auf der zweiten Linie auftreten könnten, über den steuerlich bedingten Vorteil hinaus, noch zusätzliche Leistungen von der Gesellschaft erhalten⁴⁷⁷. Diese Beschränkung gilt nicht bei Put-Programmen, da Aktionäre, die aus steuerlichen Gründen ihre Aktien der Gesellschaft nicht zurückverkaufen können, die Put-Optionen verkaufen und so in wirtschaftlicher Betrachtung ebenfalls die Differenz zwischen Rückkauf- und Marktpreis realisieren können.

4. Unterstellung von Rückkaufangeboten unter die Regeln über öffentliche Angebote

Trotz ihrer unterschiedlichen Zielsetzung stellen auch Rückkaufangebote öffentliche Kaufangebote im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG dar und unterstehen dementsprechend den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote⁴⁷⁸. Daher sind grundsätzlich alle Regeln über öffentliche Angebote auf Rückkaufangebote anwendbar. Die Regeln über öffentliche Kaufangebote kommen aber nicht nur zur Anwendung, wenn eine Gesellschaft eigene Aktien zurückkauft, sondern auch wenn sie Finanzinstrumente, die sie ausgegeben hat, zurückkauft oder umtauscht⁴⁷⁹. Kein öffentliches Angebot liegt allerdings vor, wenn sich ein Umtauschangebot allein auf Mitarbeiteroptionen bezieht. Einerseits sind diese Optionen nicht handelbar, andererseits geht das Angebot auch nur an ein im Voraus bestimmten Kreis von Personen, die mit der Gesellschaft Arbeitsverträge abgeschlossen haben, weshalb das Angebot nicht öffentlich ist⁴⁸⁰.

5. Ausnahmen von der Unterstellung

Da das Schutzbedürfnis der Anleger bei Rückkaufangeboten wesentlich geringer ist als bei Kaufangeboten von Dritten – normalerweise dienen Rückkaufan-

⁴⁷⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Oktober 2002 i.S. Swissfirst.

⁴⁷⁷ Dementsprechend wird in der 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.

⁴⁷⁸ Verfügung der EBK vom 4. März 1998 betreffend Pharma Vision 2000.

⁴⁷⁹ Vgl. Verfügung 462/01 der UEK vom 26. November 2010 i.S. Basilea (E. 1).

⁴⁸⁰ Vgl. Verfügung 462/01 der UEK vom 26. November 2010 i.S. Basilea (E. 2).

gebote ja nicht dazu, die Beteiligungsverhältnisse innerhalb einer Gesellschaft zu verschieben oder die Beherrschung über ein Unternehmen zu erringen – werden Rückkaufangebote in wesentlichen Punkten anders geregelt als andere öffentliche Angebote.

Rückkaufangebote kotierter Gesellschaften werden einerseits durch Art. 55b ff. BEHV geregelt. Formell handelt es sich bei diesen Vorschriften um Ausnahmen vom Verbot der Marktmanipulation, materiell aber nehmen diese Bestimmungen Rückkaufangebote von einzelnen Regeln über öffentliche Angebote aus. Überdies gewährt die Übernahmekommission aufgrund von Art. 4 Abs. 2 UEV bei Rückkaufangeboten auch noch weitergehende Ausnahmen von der Anwendung der Regeln über öffentliche Übernahmeangebote. Die Übernahmekommission hat ihre Praxis zu dieser Ausnahme im Rundschreiben Nr. 1 vom 27. Juni 2013 festgelegt. Im Einzelnen werden Rückkaufangebote wie folgt behandelt:

5.1 Freistellung durch Meldeverfahren

Wenn die folgenden Bedingungen erfüllt sind, genügt zur Freistellung eine Meldung an die Übernahmekommission:

- Der Rückkauf bezieht sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren der Gesellschaft, wobei die Preise der einzelnen Kategorien in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen müssen.
- Die Vernichtung von zurückgekauften Beteiligungspapieren darf – zusammen mit der Vernichtung von Beteiligungspapieren, die bereits im Eigentum der Gesellschaft stehen – nicht zu einer erheblichen Änderung der Kontrollverhältnisse über den Anbieter führen. Insbesondere darf die Kapitalreduktion nicht dazu führen, dass ein Aktionär den Grenzwert von $33 \frac{1}{3}$ oder 50% der Stimmrechte überschreitet.
- Der Rückkauf bezieht sich auf höchstens 10% des Kapitals oder der Stimmrechte der Gesellschaft.
- Das Volumen der Rückkäufe darf 20% der frei handelbaren Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft nicht überschreiten. Nicht zum frei handelbaren Anteil gehören dabei nach der Praxis der Übernahmekommission⁴⁸¹ alle Beteiligungspapiere, die von Personen oder Gruppen gehalten werden, die mehr als 5% halten.

⁴⁸¹ Rundschreiben Nr. 1 vom 27. Juni 2013, Rz. 12.

- Das Rückkaufprogramm darf nicht dazu führen, dass die Kotierungsbedingungen gemäss dem Kotierungsreglement der SIX nicht mehr erfüllt werden.
- Die Gesellschaft darf ausserhalb des Rückkaufprogramms für den gleichen Zweck keine Beteiligungspapiere erwerben. Dies bedeutet insbesondere, dass die Gesellschaft bei der Bekanntgabe eines Rückkaufprogramms, das auf der zweiten Linie zur Vorbereitung einer Kapitalherabsetzung abgewickelt wird, von einem Grossaktionär ausserhalb der Börse noch zusätzliche Aktien erwerben darf, die ebenfalls in eine Kapitalherabsetzung einbezogen werden.

Sofern die Titel durch Rückkäufe zum Marktpreis, d. h. durch Käufe auf der ersten oder zweiten Linie, erworben werden⁴⁸², gelten zusätzlich folgende Bedingungen:

- Das Rückkaufprogramm darf höchstens drei Jahre dauern.
- Soweit sich das Rückkaufprogramm auf mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren bezieht, muss die Gesellschaft für jede Kategorie einen Geldkurs stellen. Die Preise müssen dabei, wie oben dargestellt, in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen.
- Der Umfang der Rückkäufe darf pro Tag 25% des Tagesvolumens nicht überschreiten, das 30 Tage vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms auf der ordentlichen Handelslinie durchschnittlich erzielt wurde⁴⁸³.
- Das Rückkaufprogramm muss gemäss Art. 55c BEHV unterbrochen werden, solange die Gesellschaft die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss Art. 54 KR aufschiebt. Das Gleiche gilt auch während zehn Börsentagen vor der öffentlichen Bekanntgabe von Finanzergebnissen und wenn mehr als neun Monate nach dem Stichtag des letzten veröffentlichten Abschlusses vergangen sind.
- Der Kaufpreis, den die Gesellschaft offeriert, darf nicht höher sein als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis auf der öffentlichen Handelslinie bzw. der höchste unabhängige Kurs auf der ordentlichen Handelslinie, insofern dieser unter dem letzten Abschlusspreis liegt⁴⁸⁴. Diese Preis-

⁴⁸² Kauf über erste oder zweite Handelslinie.

⁴⁸³ Art. 55b Abs. 1 lit. c BEHV.

⁴⁸⁴ Wobei die Gesellschaft während der Eröffnung und der Schlussauktion sowie auch während Handelsunterbrüchen überhaupt keine Kurse stellen darf. Diese Preisbegrenzung ergibt sich aus Art. 55b BEHV.

begrenzung ergibt sich aus Art. 55b BEHV und soll verhindern, dass die Gesellschaft durch hohe Kurse die institutionellen Anleger bevorzugt, die aufgrund ihrer steuerlichen Situation an einem Rückkaufprogramm auf der zweiten Linie teilnehmen können. Diese Bestimmung ist allerdings für Rückkaufprogramme problematisch, da Verkäufer eine Einbusse erleiden, weil die Verrechnungssteuer abgezogen wird und sie diese mit einer gewissen Verzögerung zurückerhalten. Sachgerecht wäre es vorzusehen, dass der Preis auf der zweiten Linie den Preis der ersten Linie um 2-3% übersteigen kann. Damit würden derartige Nachteile abgegolten, ohne dass die Verkäufer gegenüber den übrigen Aktionären privilegiert würden.

- Die einzelnen Rückkäufe müssen der Börse am fünften Börsentag nach Vollzug gemeldet und von der Gesellschaft veröffentlicht werden.
- Die Gesellschaft darf während des Rückkaufprogramms Beteiligungspapiere nur dann verkaufen, wenn sie auf diese Weise Verpflichtungen aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen erfüllen muss oder wenn die betreffenden Käufe pro Tag den Umfang von 5% des Tagesvolumens nicht übersteigen, das während 30 Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms auf der ordentlichen Handelslinie erzielt wurde. Auch derartige Verkäufe sind wie die Käufe täglich der Börse zu melden.

Wenn ein Rückkauf zum Festpreis bzw. mit Put-Option durchgeführt wird, müssen dagegen zusätzlich folgende Bedingungen erfüllt werden:

- Ein Angebot darf nicht veröffentlicht werden, wenn die Gesellschaft im betreffenden Zeitpunkt die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss Art. 54 KR aufschiebt, in den nächsten zehn Börsentagen Finanzergebnisse⁴⁸⁵ veröffentlicht oder wenn der Stichtag des letzten veröffentlichten konsolidierten Abschlusses mehr als neun Monate zurückliegt.
- Das Angebot muss mindestens zehn Börsentage offen sein.
- Das Angebot darf nicht an Bedingungen geknüpft sein.
- Können nicht alle Annahmeerklärungen befriedigt werden, müssen diese proportional berücksichtigt werden⁴⁸⁶.

⁴⁸⁵ Jahres-, Halbjahres- oder Quartalsberichte.

⁴⁸⁶ Diese Situation ergibt sich nur bei Rückkäufen zu Festpreisen. Bei Put-Optionen kann es nicht zu einer Überzeichnung kommen.

- Wenn die Gesellschaft während der Dauer des Angebots Beteiligungspapiere zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwirbt, muss sie diesen Preis allen Personen, die das Angebot angenommen haben, gewähren⁴⁸⁷.
- 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.
- Die Rückkäufe sind der Börse täglich zu melden.

Beabsichtigt eine Gesellschaft, eine Ausnahme im Meldeverfahren zu beantragen, so reicht sie der Übernahmekommission eine entsprechende Meldung⁴⁸⁸ sowie den Text des Angebots 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. Der Freistellung entsprechend kann auf einen Übernahmeprospekt verzichtet werden. Teilt das Sekretariat der Übernahmekommission dagegen mit, dass die Bedingungen für das Meldeverfahren nicht erfüllt sind, so wird das Gesuch um Meldeverfahren als normales Freistellungs-gesuch behandelt, über das die Übernahmekommission in Abwägung der Umstände des konkreten Falles entscheidet.

5.2 Freistellung durch Einzelbewilligung

Sind die Voraussetzungen für ein Gesuch im Meldeverfahren nicht gegeben, weil zum Beispiel mehr als 10% zurückgekauft werden, so kann die Übernahmekommission das Rückkaufangebot auf individuelles Gesuch von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freistellen. Eine Freistellung ist in diesen Fällen möglich, wenn die Gesellschaft darlegen kann, dass es durch den Rückkauf zu keiner wesentlichen Änderung der Aktionärsstruktur kommt⁴⁸⁹ und die Gleichbehandlung aller Aktionäre sichergestellt wird. Bei einer derartigen Freistellung auferlegt die Übernahmekommission der betreffenden Gesellschaft die oben dargestellten Bedingungen für die Freistellung im Meldeverfahren.

6. Anwendung der Vorschriften über öffentliche Übernahmen

Ist eine Befreiung weder im Meldeverfahren noch auf individuelles Gesuch hin möglich, so muss die Gesellschaft, die den Rückkauf plant, die gesamten Vor-

⁴⁸⁷ Best Price Regel, vgl. dazu im Einzelnen Ziff. III.B.2.3.2.

⁴⁸⁸ Dafür kann das "Formular für Gesuch um Freistellung durch Meldeverfahren" verwendet werden, dass auf der Homepage der UEK erhältlich ist (www.copa.ch).

⁴⁸⁹ Vgl. Empfehlung der UEK vom 20. April 2001 i.S. Gurit-Heberlein und Empfehlung der UEK vom 27. Oktober 2000 i.S. Mövenpick Holding.

schriften über öffentliche Angebote einhalten. Eine derartige Situation tritt beispielsweise dann ein, wenn mehr als 10% der Aktien zurückgekauft werden und sich dadurch die Struktur des Aktionariates stark ändert oder wenn die Dekotierung der Titel geplant ist⁴⁹⁰.

7. Umtauschangebote

Ebenfalls als öffentliches Angebot gilt ein Umtauschangebot einer Gesellschaft⁴⁹¹, bei welcher der Umtausch freiwillig erfolgt bzw. von der individuellen Entscheidung der einzelnen Aktionäre abhängt⁴⁹². Kein öffentliches Angebot liegt dagegen vor, wenn der Umtausch automatisch durch Beschluss der Generalversammlung erfolgt, weil diese beispielsweise beschliesst, sämtliche Namen- in Inhaberaktien umzuwandeln, da in diesem Fall das Element des Angebots und der individuellen Entscheidung fehlt.

Umtauschangebote auf eigene Aktien werden von der Übernahmekommission in analoger Anwendung der oben dargestellten Bedingungen im Meldeverfahren oder allenfalls im individuellen Freistellungsverfahren von der Anwendung der Bestimmungen über öffentliche Angebote freigestellt⁴⁹³.

⁴⁹⁰ Vgl. Verfügung 530/01 der UEK vom 9. April 2013 i.S. Fortimo Group (E. 1) (bei dieser Transaktion wurde gleichzeitig ein öffentliches Angebot der Hauptaktionäre und ein Rückkaufprogramm durchgeführt, mit dem Ziel, alle im Publikum gestreuten Aktien zurückzukaufen); vgl. Empfehlung der UEK vom 17. Mai 2002 i.S. Think Tools AG.

⁴⁹¹ Namen- in Inhaberaktien oder Namenaktien in Partizipationsscheine etc.

⁴⁹² Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. Februar 2001 i.S. Pragmatica Holding AG und Empfehlung der UEK vom 2. Juni 2003 betreffend Sika AG.

⁴⁹³ 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.

I. PFLICHT ZUR UNTERBREITUNG EINES ANGEBOTES

- *Ein Aktionär, der direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten so viele Aktien erwirbt, dass sein Besitz den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte einer Gesellschaft übersteigt, muss sämtlichen Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreiten.*
- *Das Börsengesetz sieht jedoch Ausnahmen von der Angebotspflicht vor, wenn die betreffenden Aktien durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben worden sind oder ein Aktionär den massgebenden Grenzwert überschreitet, weil er die Aktien im Rahmen einer Festübernahme zur Weiterplatzierung übernommen hat oder aber weil es im Rahmen einer Sanierung zu einer Kapitalherabsetzung mit nachfolgender Kapitalerhöhung gekommen ist. Die Übernahmekommission kann im Weiteren bei wichtigen Gründen Ausnahmen gewähren. Nach der Praxis sind derartige Ausnahmen insbesondere möglich, wenn der Grenzwert wegen Verschiebungen innerhalb einer Gruppe, wegen Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen oder der Ausgabe von Gratisaktien überschritten worden ist oder wenn dieser Grenzwert nur kurzfristig überschritten ist oder der betreffende Aktionär trotz Überschreitung des Grenzwertes keine beherrschende Stellung erworben hat.*
- *Das Angebot untersteht den normalen Regeln über öffentliche Angebote, wobei das Angebot jedoch nur zwingend notwendigen Bedingungen (behördliche Bewilligungen etc.) unterstellt werden darf.*
- *Der Angebotspreis muss dem höchsten Preis entsprechen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten bezahlt hat und darf nicht unter dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage liegen.*
- *Eine Gesellschaft kann in ihren Statuten die Angebotspflicht völlig ausschliessen ("Opting-out") oder den Grenzwert bis auf 49% erhöhen ("Opting-up").*

1. Entstehung der Angebotspflicht

Wenn eine Person direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder andere Beteiligungspapiere erwirbt und ihre Beteiligung damit den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft überschreitet, so muss der betreffende Erwerber gemäss Art. 32 BEHG für alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft ein öffentliches Angebot unterbreiten⁴⁹⁴. Sofern eine Gesellschaft in ihren Statuten allerdings einen höheren Grenzwert als 33 1/3% festgelegt hat ("*Opting-up*")⁴⁹⁵, wird diese Angebotspflicht nur durch Überschreiten dieses höheren Grenzwertes ausgelöst. Wie unten in Ziff. III.I.5. im Einzelnen dargestellt, kann eine Gesellschaft die Anwendung der Angebotspflicht in ihren Statuten aber auch überhaupt ausschliessen ("*Opting-out*"), so dass ein Käufer eine beliebig hohe Beteiligung erwerben kann, ohne zu einem Angebot verpflichtet zu sein.

Gemäss Art. 32 BEHV-FINMA ist der für die betreffende Gesellschaft massgebende Grenzwert aufgrund der Anzahl von Stimmrechten zu berechnen, die sich aus dem Handelsregistereintrag der Zielgesellschaft ergeben⁴⁹⁶. Dabei ist es für die Berechnung der Gesamtzahl der Stimmrechte irrelevant, ob die betreffenden Stimmrechte tatsächlich ausgeübt werden können oder aber eine Ausübung der Stimmrechte aufgrund von Vinkulierungsbestimmungen ausgeschlossen ist⁴⁹⁷ bzw. das Stimmrecht ruht, weil ein Teil der Aktien von der Zielgesellschaft selbst gehalten wird.

Im Einzelnen können folgende Transaktionen zum Überschreiten des massgebenden Grenzwertes führen:

1.1 Überschreitung des Grenzwertes durch Erwerb der Mehrheit der Stimmrechte

Als Erwerb gilt jede Transaktion, die dazu führt, dass eine Person wirtschaftlich über die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügen kann. Der Rechtsgrund des Erwerbs ist dabei unerheblich. So führt nicht nur der Kauf⁴⁹⁸ sondern auch ein Erwerb von Aktien im Rahmen einer Fusion oder ei-

⁴⁹⁴ Vgl. Verfügung 521/01 der UEK vom 13. November 2012 i.S. Repower (E. 1.1); vgl. Verfügung 500/02 der UEK vom 17. August 2012 i.S. Sarasin (E. 2); Verfügung 402/01 der UEK vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec.

⁴⁹⁵ Vgl. dazu unten Ziff. III.I.6.

⁴⁹⁶ Bedingtes und genehmigtes Kapital fliesst dementsprechend nicht in die Berechnung der Grenzwerte ein. Bei bedingtem Kapital gilt dies auch dann, wenn die betreffenden Titel zwar ausgegeben, aber noch nicht im Handelsregister eingetragen sind; vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Juni 2000 i.S. Calida (E. 5).

⁴⁹⁷ Art. 32 Abs. 2 BEHV-FINMA; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juli 2000 i.S. Intersport (E. 2 f.); Entscheid der EBK vom 4. August 2000 i.S. Baumgartner (E. 4.4.A).

⁴⁹⁸ Für den Fall eines Kaufs vgl. Verfügung 430/01 der UEK vom 2. Dezember 2009 i.S. Cham Paper Group (E. 2).

ner Quasifusion⁴⁹⁹, bei der ein Unternehmen in eine kotierte Gesellschaft eingebracht wird und der Einbringer Aktien der kotierten Gesellschaft erhält, bei Überschreitung des Grenzwertes zur Entstehung der Angebotspflicht⁵⁰⁰.

Zu einer Überschreitung des Grenzwertes kann es durch den direkten oder indirekten Erwerb von Aktien kommen⁵⁰¹, wobei Art. 30 BEHV-FINMA auf die für die Meldepflicht massgebende Definition des indirekten Erwerbs verweist⁵⁰². Für die Berechnung des Anteils des betreffenden Aktionärs an der Gesamtzahl der Stimmrechte ist es irrelevant, ob die betreffenden Stimmrechte tatsächlich ausgeübt werden können oder ob die Stimmrechte aufgrund von Vinkulierungsbestimmungen ruhen.

Die Übernahmepflicht wird, im Gegensatz zur Meldepflicht, allerdings nicht durch den Abschluss eines Kaufvertrages ausgelöst, sondern erst durch das Verfügungsgeschäft, d. h. durch die Übertragung von Aktien, die Stimmrechte vermitteln können. Schliesst eine Person einen Kaufvertrag mit aufgeschobenem Vollzugstermin oder einen bedingten Vertrag ab, so löst deshalb der Abschluss des Vertrages allein die Angebotspflicht nicht aus. Diese tritt erst mit der Übertragung der Aktien ein. Das Gleiche gilt grundsätzlich auch bei Optionen. Der Erwerb von Optionen löst noch keine Angebotspflicht aus, sondern erst die Lieferung von Aktien im Rahmen der betreffenden Optionsverträge⁵⁰³. Da die Meldepflicht⁵⁰⁴ bereits durch das Verpflichtungsgeschäft resp. den Erwerb von Optionen ausgelöst wird, kann es dazu kommen, dass eine Partei zwar eine Erwerbsposition von über 33 1/3% meldet, aber noch nicht 33 1/3% der Aktien besitzt, so dass sie trotz der Meldung, nicht der Angebotspflicht unterliegt.

Versucht ein Aktionär, sich die Mehrheit an einer Gesellschaft dadurch zu sichern, dass er Derivate erwirbt und Kaufverträge mit aufgeschobenem Erfüllungsdatum abschliesst, so trägt er allerdings das Risiko, dass die Übernahme-

⁴⁹⁹ Einlage eines Unternehmens als Sacheinlage gegen Ausgabe von Aktien.

⁵⁰⁰ Vgl. Empfehlung der UEK vom 23. Februar 2000 i.S. Flughafen-Immobilien-Gesellschaft (E. 2). Will eine Gesellschaft diese Konsequenz vermeiden, muss sie zusammen mit dem Beschluss der betreffenden Transaktion auch eine Opting-Out-Klausel einführen.

⁵⁰¹ Vgl. Verfügung 500/02 der UEK vom 17. August 2012 i.S. Sarasin (E. 2).

⁵⁰² Art. 9 Abs. 3 BEHV-EBK. Dazu im Einzelnen Ziff. II.E.1. oben. Ein Beispiel eines indirekten Erwerbes, der die Angebotspflicht auslöste, war der Erwerb der Mehrheit der Aktien an der Motor Columbus AG durch die UBS AG. Mit diesem Kauf erwarb die UBS AG indirekt die Mehrheit der Atel AG, da die Motor Columbus AG Mehrheitsaktionär in der Atel AG war; vgl. Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel; vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2001 i.S. Swiss City Montreux-Palace SA. Übernimmt allerdings ein Aktionär, der vorher Aktien indirekt erworben hat, diese Aktien in seinen direkten Besitz, so ändert sich an seinem Besitz in übernahmerechtlicher Sicht nichts, weshalb keine Übernahmepflicht entsteht; vgl. dazu Verfügung 497/01 der UEK vom 25. November 2011 i.S. Art & Fragrance (E. 1).

⁵⁰³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 i.S. Sarasin; Empfehlung der UEK i.S. Esec vom 6. Juni 2000; vgl. aber Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer, wo der Erwerb von Optionen als indirektes Halten qualifiziert wurde.

⁵⁰⁴ Wie vorne in Ziff. II C. 2 dargestellt.

pflicht trotz der oben dargestellten Regeln schon beim Abschluss der Verträge bzw. beim Erwerb der Derivate und nicht erst bei der Eigentumsübertragung an den Aktien ausgelöst wird. Die Übernahmekommission kann nämlich sowohl den Erwerb von Derivaten wie auch den Abschluss von Kaufverträgen mit aufgeschobener Erfüllung als indirekten Erwerb qualifizieren und auf dieser Basis eine Übernahmepflicht annehmen.

1.2 **Überschreitung des Grenzwertes durch Veränderung der Zahl der Stimmrechte**

Genau wie die Meldepflicht⁵⁰⁵ kann auch die Angebotspflicht dadurch ausgelöst werden, dass sich die Basis für die Berechnung des massgeblichen Anteils eines Aktionärs verändert, weil eine Kapitalherabsetzung durchgeführt wird, bei der die Gesamtzahl der verfügbaren Stimmrechte sinkt oder weil stimmberechtigte Aktien in Partizipationsscheine umgewandelt werden. Im Falle der Kapitalherabsetzung kann dem betroffenen Aktionär allerdings gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG eine Ausnahme von der Übernahmepflicht gewährt werden⁵⁰⁶.

1.3 **Überschreitung des Grenzwertes durch Gruppenbildung**

Auch der Erwerb in gemeinsamer Absprache mit Dritten, d. h. die Bildung einer Gruppe, kann zur Angebotspflicht führen, wenn diese Gruppe den für die betreffende Gesellschaft geltenden Grenzwert überschreitet⁵⁰⁷. Bezüglich der Gruppenbildung verweist Art. 27 BEHV-FINMA auf die entsprechenden Bestimmungen bei der Meldepflicht von Beteiligungen⁵⁰⁸. Dieser Verweis gilt allerdings nur "sinngemäss", weshalb nach der Praxis der Übernahmekommission die Angebotspflicht nur ausgelöst wird, wenn die Bildung der Gruppe zur gemeinsamen Beherrschung der betreffenden Gesellschaft führt⁵⁰⁹. Daher führen Vereinbarungen über die gemeinsame Veräusserung⁵¹⁰ oder den gemeinsamen Erwerb von Aktien⁵¹¹, die zwar – wie oben dargestellt⁵¹² – die Meldepflicht auslösen können, nicht zur Angebotspflicht, wenn im Rahmen der Gruppe nicht noch zusätzlich die Stimmrechtsausübung koordiniert und gemeinsam geregelt wird⁵¹³. Eine Gruppe unterliegt damit nur dann der Angebotspflicht,

⁵⁰⁵ Vgl. dazu im Einzelnen Ziff. II.E.4. oben.

⁵⁰⁶ Vgl. dazu unten Ziff. III.I.3.2.1.2.

⁵⁰⁷ Vgl. Verfügung 535/01 der UEK vom 24. Mai 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 1); vgl. Verfügung 501/01 der UEK vom 2. April 2012 i.S. Cytos (E. 1).

⁵⁰⁸ Art. 10 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA. Im Einzelnen dazu oben in Kapitel II.D.; vgl. Verfügung der UEK 402/01 vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec (E. 14).

⁵⁰⁹ Vgl. BGE 130 II 556 ff.; vgl. Verfügung 536/01 der UEK vom 24. Juli 2013 i.S. Sulzer und OC Oerlikon Corporation (E. 1).

⁵¹⁰ Vgl. Verfügung 528/01 der UEK vom 28. Februar 2013 i.S. Bossard Holding (E. 1).

⁵¹¹ Vgl. Verfügung 429/01 der UEK vom 20. Oktober 2009 (E. 1); vgl. Verfügung 439/01 der UEK vom 11. März 2010 (E. 2).

⁵¹² Vgl. oben Ziff. II.D.3.1.

⁵¹³ Vgl. Verfügung 429/01 der UEK vom 20. Oktober 2009 (E. 1); vgl. Verfügung 536/01 der UEK vom 24. Juli 2013 i.S. Sulzer und OC Oerlikon Corporation (E. 1.3); vgl. Empfehlung der UEK

wenn die betreffenden Aktionäre zur Erreichung der Kontrolle über die Zielgesellschaft zusammenwirken, zu diesem Zweck gemeinsam Mittel zur Verfügung stellen und ihre Einzelinteressen dem Gesamtinteresse der Gruppe unterordnen⁵¹⁴.

Bildet sich aus den bestehenden Aktionären einer Gesellschaft neu eine Gruppe, weil die betreffenden Aktionäre beispielsweise einen Aktionärsbindungsvertrag zur Beherrschung der Gesellschaft abschliessen, so kann dies ohne weitere Verschiebung von Aktien zu einer gesamthaften Beteiligung führen, die den Grenzwert überschreitet und die Angebotspflicht auslöst.

Auch eine starke Änderung in der Zusammensetzung einer der Meldepflicht unterstehende Aktionärsgruppe kann zur Auslösung einer Angebotspflicht führen, wenn sich zwar die Gesamtzahl der von der Aktionärsgruppe gehaltenen Beteiligungspapiere nicht ändert, die Kontrolle innerhalb der Gruppe aber von einem Mitglied auf das andere übergeht⁵¹⁵. Unwesentliche Verschiebungen oder der Wegfall einzelner unwichtiger Mitglieder einer Gruppe führen dagegen nicht zu einer Angebotspflicht⁵¹⁶. Führen Verschiebungen in der Gruppe zur Angebotspflicht, besteht aber die Möglichkeit, eine Ausnahme gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG zu beantragen⁵¹⁷.

Sofern eine Gruppe und nicht ein einzelner Aktionär von der Angebotspflicht betroffen ist, so haftet jedes Mitglied der betreffenden Gruppe solidarisch für die Erfüllung dieser Pflicht.

1.4 Erhöhung der Beteiligung nach einem öffentlichen Angebot

Hat ein Aktionär oder eine Aktionärsgruppe wegen Überschreitens des massgeblichen Grenzwertes ein öffentliches Angebot gemacht, dabei aber nicht alle Aktien der Gesellschaft erhalten, so können sie später ihre Beteiligung erhöhen, ohne dass dies wieder eine neue Angebotspflicht auslösen würde. Die Angebotspflicht wird nur durch das erstmalige Überschreiten des für die betreffende Gesellschaft massgebenden Grenzwertes ausgelöst.

vom 13. Oktober 2004 i.S. Kühne & Nagel; vgl. Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2004 i.S. Vontobel Holding; vgl. Empfehlung der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech; vgl. Empfehlung der UEK vom 5. Mai 1999 i.S. Selecta (E. 3).

⁵¹⁴ Vgl. BGE 130 II 550; vgl. Verfügung 535/01 der UEK vom 24. Mai 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 1); vgl. Verfügung 434/01 der UEK vom 13. November 2009 i.S. Thurella (E. 1.3)

⁵¹⁵ Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. April 2001 i.S. Helvetia Patria Holding (E. 2).

⁵¹⁶ Vgl. Verfügung 521/01 der UEK vom 13. November 2012 i.S. Repower (E. 1.1); vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2003 i.S. Sarasin; vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2003 i.S. Richmond. vgl. BGE 130 II 550 ff.

⁵¹⁷ Dazu im Einzelnen unten Ziff. III.I.3.2.1.1.

2. **Stellungnahme der Übernahmekommission zum Bestand einer Angebotspflicht**

Besteht vor einer Transaktion Unsicherheit darüber, ob die Angebotspflicht tatsächlich ausgelöst wird, so kann der betreffende Aktionär gemäss Art. 61 UEV von der Übernahmekommission eine verbindliche Stellungnahme verlangen⁵¹⁸. Nach Einholung einer Stellungnahme der Zielgesellschaft erlässt die Übernahmekommission eine Verfügung. Diese Verfügung kann im gleichen Verfahren angefochten werden wie eine Verfügung, mit der eine Ausnahmegewilligung erteilt wird, weshalb bezüglich des Verfahrens auf die Ausführungen in Ziff. III.I.3.2.3 hinten verwiesen werden kann.

3. **Ausnahmen von der Angebotspflicht**

3.1 **Gesetzliche Ausnahmen**

Gemäss Art. 32 BEHG und Art. 38 BEHV-FINMA entfällt die Angebotspflicht, die durch Überschreitung eines Grenzwertes entsteht, in folgenden Fällen:

– **Erwerb durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung**

Die Angebotspflicht entfällt gemäss Art. 32 Abs. 3 BEHG, wenn eine Person durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung Aktien erworben und aufgrund einer solchen Übertragung den für das Angebot massgebenden Grenzwert überschritten hat.

– **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-FINMA keine Angebotspflicht aus. Diese Ausnahme gilt nur, wenn ein bestehender Aktionär in einer auf eine Kapitalherabsetzung folgende Kapitalerhöhung Aktien zeichnet und wegen des Verzichts anderer Aktionäre nach dieser Transaktion plötzlich einen Aktienbestand hat, der den für die betreffende Gesellschaft relevanten Grenzwert überschreitet.

Wenn Dritte Aktien in einer Sanierung erwerben, so ist die oben aufgeführte Bestimmung nicht direkt anwendbar. In einem derartigen Fall unterliegt der Erwerb grundsätzlich der Angebotspflicht. Die Übernahmekommission

⁵¹⁸ Vgl. Verfügung 528/01 der UEK vom 28. Februar 2013 i.S. Bossard Holding (E. 1); vgl. Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 i.S. BT&T; vgl. Verfügung 402/01 der UEK vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec; vgl. Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009 i.S. Art & Fragrance (E. 1); vgl. Verfügung 497/01 der UEK vom 25. November 2011 i.S. Art & Fragrance; Empfehlung der UEK vom 4. Juni 2004 i.S. Vontobel Holding.

kann gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG auf Gesuch hin eine Ausnahme bewilligen⁵¹⁹.

⁵¹⁹ Vgl. dazu Ziff. III.I.3.2.1.5 unten.

– **Festübernahme**

Gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA sind Banken oder Effektenhändler bzw. Emissionssyndikate nicht zu einem Angebot verpflichtet, wenn sie den Grenzwert im Rahmen einer Festübernahme überschreiten und sich verpflichten, die den Grenzwert überschreitenden Beteiligungspapiere innerhalb von drei Monaten wieder zu veräussern. 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.

Beansprucht ein Erwerber dagegen eine Ausnahme, da er die Beteiligung durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben hat, ist keine Meldung notwendig⁵²⁰. Der betreffende Aktionär ist automatisch von der Angebotspflicht freigestellt.

Beansprucht ein Erwerber eine Ausnahme wegen Kapitalherabsetzung und Kapitalerhöhung bei Sanierung sowie wegen Festübernahme, muss er zwar kein Gesuch an die Übernahmekommission stellen, muss die Überschreitung des Grenzwertes aber der Übernahmekommission melden, um ihr die Gelegenheit zu geben, einzuschreiten, falls sie der Ansicht ist, dass die Voraussetzungen für den Wegfall der Angebotspflicht nicht gegeben sind. Gemäss Art. 38 Abs. 2 BEHV-FINMA kann die Übernahmekommission innert fünf Tagen nach Eingang der entsprechenden Meldung ein Verwaltungsverfahren eröffnen, falls sie der Ansicht ist, dass die Voraussetzung für eine Ausnahme nicht gegeben sind.

Selbst wenn die Übernahmepflicht gemäss Art. 32 BEHG entfällt, muss selbstverständlich eine Meldung im Sinne von Art. 20 BEHG gemacht werden, da die Überschreitung des Grenzwertes von 33 1/3% auch die Meldepflicht auslöst⁵²¹.

3.2 Ausnahme aus wichtigen Gründen

Die Übernahmekommission kann gemäss Art. 32 Abs. 2 BEHG in berechtigten Fällen weitere Ausnahmen aus wichtigen Gründen erlauben.

3.2.1 Materielle Gründe für Ausnahmen

Gesetz und Verordnung zählen die folgenden Tatbestände als Beispiele für wichtige Gründe auf:

⁵²⁰ Art. 38 Abs. 3 BEHV-FINMA.

⁵²¹ Vgl. dazu Ziff. II.A.1., wobei allerdings die in Ziff. II.F.2.1 dargestellten Ausnahmen beim Emissionsgeschäft zum Tragen kommen können.

3.2.1.1 Verschiebungen innerhalb einer Gruppe

Wenn innerhalb einer Gruppe, die der Meldepflicht untersteht, Aktien übertragen werden, so dass ein Mitglied der Gruppe die für die betreffende Gesellschaft relevante Grenze überschreitet, ohne dass sich der Bestand der Gruppe selbst ändert⁵²², so kann gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG dem betroffenen Aktionär eine Ausnahme gewährt werden⁵²³. Diese Ausnahme ändert allerdings nichts daran, dass die Gruppe als Gesamtes der Angebotspflicht untersteht, falls ihre Beteiligung den relevanten Grenzwert überschreitet. Diese Ausnahme von der Angebotspflicht kann dadurch gerechtfertigt werden, dass für die Minderheitsaktionäre bei einer gruppeninternen Verschiebung keine Änderung eintritt, ist aber dann sehr problematisch, wenn innerhalb der Gruppe plötzlich ein neuer beherrschender Aktionär auftritt; in diesem Fall sollte m.E. keine Ausnahme gewährt werden, da für den Minderheitsaktionär tatsächlich ein Kontrollwechsel eingetreten ist.

3.2.1.2 Kapitalherabsetzung

Wie oben dargestellt, kann ein Aktionär den Grenzwert auch deshalb überschreiten, weil die Gesamtzahl der Stimmrechte durch eine Kapitalherabsetzung reduziert wird oder weil eine Gesellschaft Aktien, die sie selber hält, im Rahmen einer Kapitalherabsetzung vernichtet. In einem derartigen Fall kann die Übernahmekommission gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG eine Ausnahme gewähren⁵²⁴. Diese Ausnahme ist dadurch gerechtfertigt, dass der Anteil des betreffenden Aktionärs steigt, ohne dass er selber aktiv tätig wird und deshalb vermutet werden kann, dass er gar nicht die Kontrolle über die Gesellschaft anstrebt. Diese Begründung ist allerdings dann nicht mehr stichhaltig, wenn der betreffende Aktionär auf den Kapitalherabsetzungsprozess aktiv eingewirkt und diesen dazu benutzt hat, die Ausdehnung seines prozentualen Anteils und damit auch seines Einflusses durch Mittel der Gesellschaft zu finanzieren. In einer derartigen Situation sollte m.E. daher keine Ausnahme gewährt werden.

3.2.1.3 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. Diese Ausnahme ist denkbar, wenn ein Aktionär in einer Kapitalerhöhung Aktien mit der Verpflichtung übernimmt, sie den übrigen

⁵²² Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG; diese Ausnahme kann sich an und für sich nur ergeben, wenn der Gesamtbestand der Gruppe über dem Grenzwert für die Angebotspflicht liegt, weil die Gruppe bereits vor Inkrafttreten des BEHG eine Beteiligung von über 33 1/3% hielt (Art. 52 BEHG; dazu im Einzelnen Ziff. III.I.7. unten) oder aber weil die betreffende Gruppe bereits vorgängig ein Pflichtangebot durchgeführt hat, aber nicht 100% der Aktien erhalten hat; vgl. Verfügung 521/01 der UEK vom 13. November 2012 i.S. Repower (E. 2); vgl. Empfehlung der UEK vom 10. April 2002 i.S. Intersport (E. 1).

⁵²³ 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.

⁵²⁴ Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. April 2001 i.S. Helvetia Patria Holding (E. 1).

Aktionären im Rahmen der Ausübung von Aktionärsoptionen abzugeben oder wenn ein Aktionär im Rahmen einer Transaktion in einem bestimmten Zeitpunkt plötzlich den Grenzwert überschreitet, sein Anteil nach Durchführung der gesamten Transaktion aber wieder unter den Grenzwert sinkt⁵²⁵. Eine Ausnahme wird in der Praxis gewährt, wenn eine Bank, ein Effekthändler oder Aktionäre von der Gesellschaft oder Dritten über einen Drittel der Aktien übernehmen und diese sofort weiter platzieren⁵²⁶.

Zum Teil wird diese Ausnahme aber auch dann gewährt, wenn ein Aktionär unbeabsichtigt den massgebenden Grenzwert überschreitet und seine Aktien unmittelbar nachher wieder verkauft⁵²⁷. Eine Ausnahme wegen kurzfristiger Haltedauer ist aber ausgeschlossen, wenn der betreffende Aktionär während der Haltedauer die mit den betreffenden Aktien verbundenen Stimmrechte ausübt⁵²⁸.

3.2.1.4 Kapitalerhöhung oder Gratisaktien

Wenn der Grenzwert überschritten wird, weil ein Aktionär in einer Kapitalerhöhung Bezugsrechte ausgeübt oder Gratisaktien erhalten hat, kann gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. d BEHG eine Ausnahme gewährt werden. Diese Ausnahme wird allerdings nur selten zum Tragen kommen, da bei Gleichbehandlung aller Aktionäre der prozentuale Anteil eines Aktionärs an den Stimmrechten nicht steigt, wenn er Bezugsrechte ausübt oder Gratisaktien erhält, da der Anteil der übrigen Aktionäre im gleichen Masse steigt. Dementsprechend kann diese Ausnahme nur dann greifen, wenn andere Aktionäre ihre Bezugsrechte nicht ausüben oder anstelle von Gratisaktien im Rahmen des Spitzenausgleichs eine Zahlung erhalten. Wie bereits beim oben erwähnten Fall der Kapitalherabsetzung, liegt die Begründung für diese Ausnahme darin, dass der betreffende Aktionär nicht aktiv auf eine Ausdehnung seines Anteils hinarbeitet, sondern nur passiv die ihm zukommenden Bezugsrechte ausübt bzw. Gratisaktien entgegennimmt. Dementsprechend fällt aber auch der Grund für die Ausnahme dahin, wenn der Aktionär später seinen Aktienbestand durch aktive Zukäufe erhöht.

3.2.1.5 Sanierung

Wenn der Erwerber die Aktien im Rahmen einer Sanierung erworben hat, ist gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG eine Ausnahme möglich⁵²⁹. Diese Ausnahme wurde bisher gewährt, wenn Kapitalerhöhungen durchgeführt wurden, um

⁵²⁵ Vgl. Verfügung 457/01 der UEK vom 15. September 2010 (E. 3); 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.

⁵²⁶ Vgl. Verfügung 432/01 der UEK vom 4. November 2009 i.S. Implenia (E. 1.2).

⁵²⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 betreffend SGF.

⁵²⁸ Empfehlung der UEK vom 7. November 2001 i.S. Crossair (E. 2.1).

⁵²⁹ Verfügung 501/01 der UEK vom 2. April 2012 i.S. Cytos (E. 2); vgl. Verfügung 535/01 der UEK vom 24. Mai 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 2).

eine Unterbilanz oder Überschuldung zu beseitigen bzw. Massnahmen ergriffen wurden, um die Liquidität einer Gesellschaft wiederherzustellen⁵³⁰. Die Übernahmekommission prüft dabei, ob die Sanierung aufgrund der Bilanz- bzw. Liquiditätsverhältnisse der Gesellschaft notwendig ist und die konkret vorgeschlagenen Schritte auch tatsächlich geeignet sind, die Gesellschaft zu sanieren⁵³¹.

Die Gewährung einer Ausnahme für Sanierungen ist meistens eine wesentliche Voraussetzung für die Durchführung einer Sanierung bei einer Publikums-gesellschaft, da die Sanierung durch Kapitalerhöhung oft gar nicht möglich wäre, wenn der Aktionär, welcher 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 Minderheitsaktionäre durch das Auskaufangebot noch Mittel erhalten würden.

3.2.1.6 Keine beherrschende Stellung

Wenn der Erwerber zwar den für die Gesellschaft massgebenden Grenzwert überschreitet, nachher aber immer noch eine geringere Beteiligung als ein anderer Aktionär hält, kann gemäss Art. 39 Abs. 2 lit. a BEHV-FINMA eine Ausnahme bewilligt werden⁵³². Zu einer derartigen Situation kann es insbesondere dann kommen, wenn der Aktionär, der die grössere Beteiligung besitzt, diese Beteiligung vor dem Inkrafttreten des Börsengesetzes erworben hat und damit trotz der höheren Beteiligung nie der Angebotspflicht unterstand.

Diese Ausnahme ist gerechtfertigt, da letztlich die Vermutung, dass ein Aktionär mit der Überschreitung des Grenzwertes die Beherrschung über eine Gesellschaft erlangt, im konkreten Fall aufgehoben wird. Dementsprechend kommt es für die Minderheitsaktionäre auch nicht zu einer Verschiebung der Beherrschungsverhältnisse. Der bisherige Hauptaktionär beherrscht die Gesellschaft immer noch.

Ein Aktionär hat aber auch dann keine Kontrolle, wenn sich der Verwaltungsrat aufgrund einer statutarischen Eintragungsbefreiung von vornherein weigert, den betreffenden Aktionär mit Stimmrecht in das Aktienbuch aufzunehmen. Da die Angebotspflicht jedoch nicht davon abhängt, ob das Stimm-

⁵³⁰ Vgl. Verfügung 501/01 der UEK vom 2. April 2012 i.S. Cytos (E. 2); vgl. Verfügung 535/01 der UEK vom 24. Mai 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 4); vgl. Verfügung 544/01 der UEK vom 13. August 2013 i.S. Leclanché (E. 2); vgl. Empfehlung der UEK vom 18. März 2003 i.S. 4M Holding (E. 2); vgl. Empfehlung vom 7. November 2001 i.S. Crossair (E. 2); vgl. Empfehlung vom 26. Juni 2002 i.S. Tornos Holding AG (E. 2).

⁵³¹ Vgl. Verfügung 501/01 der UEK vom 2. April 2012 i.S. Cytos (E. 2) sowie die Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2004 i.S. HPI Holding SA.

⁵³² Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (E. 2.1).

recht an konkret erworbenen Aktien auch tatsächlich ausgeübt werden kann, muss der Aktionär, der den Grenzwert überschreitet, dennoch ein Übernahmeangebot machen, kann dieses aber der Bedingung unterstellen, dass die von ihm erworbenen Aktien tatsächlich eingetragen werden⁵³³.

3.2.1.7 Indirekter Erwerb als Nebeneffekt

Gemäss Art. 39 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA kann eine Ausnahme gewährt werden, wenn der Erwerber die Aktien, die zur Überschreitung des Grenzwertes führen, nur indirekt durch den Erwerb einer anderen Gesellschaft erwirbt und dieser indirekte Erwerb nicht Hauptzweck der Transaktion war. Die Übernahmekommission gewährt in der Praxis eine derartige Ausnahme, wenn die Haupttransaktion auch dann vorgenommen worden wäre, wenn die direkt erworbene Gesellschaft keine Beteiligung an der betroffenen kotierten Gesellschaft gehabt hätte. Daher kann eine Ausnahme nur gewährt werden, wenn die indirekt erworbene Gesellschaft für die direkt erworbene Gesellschaft keine wesentliche geschäftliche Bedeutung hat⁵³⁴.

3.2.1.8 Bevorstehende Kraftloserklärung der im Publikum befindlichen Aktien

Wurde nach einem öffentlichen Übernahmeangebot bereits ein Kraftloserklärungsverfahren eingeleitet⁵³⁵ und erwirbt eine Person erst nachträglich eine Beteiligung, die über den massgebenden Grenzwert hinausgeht, so entfällt eine Übernahmepflicht⁵³⁶.

Der Umstand dagegen, dass die Gesellschaft im Zeitpunkt, in dem ein Aktionär eine Beteiligung erwirbt, die über dem massgeblichen Grenzwert liegt, bereits ein Dekotierungsersuchen gestellt hat oder einen Liquidationsbeschluss gefasst hat, reicht dagegen nicht aus, um eine Ausnahme von der Angebotspflicht zu rechtfertigen⁵³⁷.

⁵³³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juli 2000 i.S. Intersport (E. 2).

⁵³⁴ 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 zu ihrem Kerngeschäft keine wesentlichen Beziehungen hatte, wurde der UBS bezüglich der Sopracenerina eine Ausnahme gewährt).

⁵³⁵ Dazu im Einzelnen oben in Ziff. III.F.8.

⁵³⁶ Vgl. Empfehlung vom 30. August 2002 i.S. Netstal Maschinen AG (E. 2).

⁵³⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Oktober 2003 i.S. SC Turnaround Invest AG (E. 1).

3.2.1.9 Formelle Verschiebungen bei einem Aktionär bzw. einer Gruppe ohne Kontrollwechsel

Hält ein Aktionär über 33⅓% der Aktien einer kotierten Gesellschaft indirekt über eine Gesellschaftsstruktur, so löst er in rein formaler Betrachtung die Angebotspflicht aus, wenn er eine neue Zwischengesellschaft in diese Struktur einbringt. Diese Zwischengesellschaft wird nämlich – je nach Position in der Beherrschungskette – direkt oder indirekt Eigentümerin von mehr als 33⅓% der Aktien⁵³⁸. Die Übernahmekommission gewährt in derartigen Fällen aber eine Ausnahme, da sich durch die Einschaltung neuer Zwischengesellschaften materiell an der Beherrschung durch den letztbegünstigten Aktionär nichts ändert⁵³⁹.

Die gleichen Grundsätze gelten auch bei Gruppen. Kommt es in der Gruppenstruktur zu Änderungen, weil einzelne Personen in persönlichen Holding-Struktur-Veränderungen vornehmen, so gewährt die Übernahmekommission ebenfalls eine Ausnahme, solange sich materiell an der Beherrschung durch die Gruppe nichts ändert.⁵⁴⁰

3.2.2 Auflagen

Gewährt die Übernahmekommission eine Ausnahme, so kann sie diese gemäss Art. 39 Abs. 3 BEHV-FINMA mit Auflagen verbinden. Derartige Auflagen dienen dazu, die Rechte der Minderheitsaktionäre zu schützen und hängen in der Praxis immer eng mit dem Grund zusammen, der zur Gewährung der Ausnahme geführt hat. Letztlich muss mit der Auflage vor allem sichergestellt werden, dass der betreffende Erwerber eine Übernahmepflicht hat, wenn der Grund für die Gewährung der Ausnahme weggefallen ist. So ist es beispielsweise sinnvoll, dem Erwerber, dem wegen nur kurzfristiger Überschreitung des Grenzwertes eine Ausnahme gewährt wurde, die Auflage zu machen, dass er seine Beteiligung tatsächlich innert einer bestimmten Frist unter den massgebenden Grenzwert abbaut und die Stimmrechte während der Zeit der Überschreitung nicht ausübt⁵⁴¹. Wird dagegen eine Ausnahme gewährt, weil der Grenzwert nur wegen einer Kapitalherabsetzung bzw. der Teilnahme an einer Kapitalerhöhung überschritten wurde, so drängt sich die Auflage auf, dass der Erwerber ein Angebot machen muss, wenn er seine passive Haltung aufgibt und seine Beteiligung durch Zukäufe weiter ausbaut. Wird eine Ausnahme erteilt, weil der indirekte Erwerb einer Beteiligung nun Nebeneffekt einer grösseren Transaktion ist, kann die Auflage gemacht werden, dass der betreffenden

⁵³⁸ Vgl. Verfügung 423/01 der UEK vom 24. Juli 2009 i.S. EFG International (E. 2).

⁵³⁹ Vgl. Verfügung 423/01 der UEK vom 24. Juli 2009 i.S. EFG International (E. 3.1); vgl. Verfügung 405/01 der UEK vom 6. März 2009, i.S. Art & Fragrance (E. 4 f.).

⁵⁴⁰ Vgl. Verfügung der UEK 409/01 vom 17. April 2009 i.S. Zwahlen et Mayr.

⁵⁴¹ 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.

kotierten Gesellschaft weiterhin operative Selbständigkeit zukommen muss⁵⁴². 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 er die Beherrschung erlangt hat⁵⁴³. Ist eine Sanierung Grund für eine Ausnahme, so macht die Übernahmekommission normalerweise die Auflage, dass die Sanierung tatsächlich in der geplanten Form durchgeführt wird⁵⁴⁴.

3.2.3 Verfahren

Will ein Aktionär eine der oben dargestellten Ausnahmen anrufen, so hat er gemäss Art. 61 UEV ein Gesuch an die Übernahmekommission zu richten, die dann eine Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft einholt⁵⁴⁵. Die Übernahmekommission wendet auf diese Stellungnahme des Verwaltungsrates die Bestimmungen über die Stellungnahme des Verwaltungsrates zu öffentlichen Angeboten analog an, was dazu führt, dass insbesondere Interessenkonflikte der Verwaltungsräte und allfällige ergriffene Massnahmen offengelegt werden müssen und dass die Stellungnahme auch veröffentlicht werden muss⁵⁴⁶.

Die Übernahmekommission erlässt nach Prüfung der für die Ausnahme geltend gemachten Gründe eine Verfügung, in der sie über die Angebotspflicht entscheidet. Stellt die Übernahmekommission fest, dass entgegen des Antrags ein Übernahmeangebot gemacht werden muss, so hat der Aktionär, der das Gesuch gestellt hat die Möglichkeit, diese Verfügung bei der FINMA anzufechten. Bestätigt die FINMA diesen Entscheid, so kann er diesen mittels Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht anfechten. Ein Weiterzug des Entscheides des Bundesverwaltungsgerichtes an das Bundesgericht ist jedoch nicht möglich, so dass das Bundesverwaltungsgericht in letzter Instanz entscheidet⁵⁴⁷.

Gewährt die Übernahmekommission eine Ausnahme, so muss die Zielgesellschaft gemäss Art. 61 Abs. 3 UEV das Dispositiv der Verfügung⁵⁴⁸ und die

⁵⁴² Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004 i.S. Sopracenerina.

⁵⁴³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. November 2002 i.S. Jelmoli (Ziff. 3).

⁵⁴⁴ Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. November 2001 i.S. Crossair (Dispositiv Ziff. 2.a.aa)).

⁵⁴⁵ Für ein Beispiel eines derartigen Gesuches vgl. Verfügung 501/01 der UEK vom 2. April 2012 i.S. Cytos; vgl. Verfügung 521/01 der UEK vom 13. November 2012 i.S. Repower.

⁵⁴⁶ Vgl. Verfügung 521/01 der UEK vom 13. November 2012 i.S. Repower (E. 4); vgl. Empfehlung der UEK vom 29. Oktober 2003 i.S. SC Turnaround Invest AG; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Mai 2004 i.S. Sopracenerina; zur Stellungnahme des Verwaltungsrates zu öffentlichen Angeboten im Einzelnen Ziff. III.E.1.2 oben.

⁵⁴⁷ In Anbetracht der grossen finanziellen Konsequenzen, welche die Angebotspflicht mit sich bringt, ist der Ausschluss der Beschwerde an das Bundesgericht schwer verständlich. Dies insbesondere in Anbetracht der allgemeinen Streitwertgrenze, die im Zivilverfahren gilt und es ermöglicht, Urteile, die wesentlich geringere finanzielle Tragweite haben, beim Bundesgericht anzufechten.

⁵⁴⁸ Der Text der Verfügung wird von der UEK auf ihrer Website veröffentlicht, so dass die Aktionäre der Zielgesellschaft die Gründe, welche für die genannte Ausnahme sprechen, analysieren können.

Stellungnahme ihres Verwaltungsrates veröffentlichen⁵⁴⁹. Im Rahmen dieser Publikation muss die Zielgesellschaft auch bekannt geben, innert welcher Frist ein Aktionär Einsprache gegen die Verfügung erheben kann, damit die Aktionäre über ihre Rechte informiert sind. Aktionäre, die mindestens 3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten⁵⁵⁰ können innert fünf Börsentagen nach Publikation der Verfügung bei der Übernahmekommission eine Einsprache im Sinne von Art. 58 UEV einreichen. Aufgrund der vom betreffenden Aktionär geltend gemachten Gründe erlässt die Übernahmekommission erneut eine Verfügung, in der sie über die Gewährung der Ausnahme entscheidet. Diese Verfügung kann – je nach Inhalt – vom betreffenden Aktionär, der Zielgesellschaft und auch vom übernahmepflichtigen Aktionär mit Beschwerde an die FINMA angefochten werden⁵⁵¹. Der Entscheid der FINMA kann gemäss Art. 33b BEHG mit Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden. Eine Anfechtung beim Bundesgericht ist dagegen nicht möglich. Das Bundesverwaltungsgericht entscheidet letztinstanzlich.

4. Gegenstand, Preis und Bedingung des Angebots

Inhalt und Form des Pflichtangebotes richten sich gemäss Art. 28 BEHV-FINMA grundsätzlich nach den Regeln, die allgemein für öffentliche Angebote gelten. Von diesem Grundsatz gibt es allerdings einige Ausnahmen, die sich letztlich aus der Funktion des Pflichtangebotes ergeben:

4.1 Gegenstand des Pflichtangebotes

Ein Pflichtangebot muss sich auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft beziehen. Beteiligungspapiere, die nicht kotiert sind sowie Options- und Wandelrechte, welche die Zielgesellschaft ausgegeben hat, müssen dagegen nicht erfasst werden, wohl aber alle Beteiligungspapiere, die durch die Ausübung der betreffenden Optionen und Wandelrechte bis zum Ende der Nachfrist des Pflichtangebotes entstehen.

4.2 Angebotspreis

Gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG darf der Preis des Angebots nicht unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Aufgrund dieser Bestimmung kann ein Anbieter den grossen Aktionären, denen er Aktien im Vorfeld der Übernahme abkauft, keine Kontrollprämie bezahlen. Im Weiteren darf der Übernahmepreis nicht unter dem Börsenkurs liegen. Im Einzelnen werden diese Preisgrenzen wie folgt berechnet:

⁵⁴⁹ Diese Publikation muss in Deutsch und Französisch verfasst und mindestens je in einer deutsch- und französischsprachigen Zeitschrift veröffentlicht sowie auch mindestens zwei elektronischen Informationsdiensten zugestellt werden. Dabei sind gemäss Art. 61 UEV die gleichen zeitlichen Vorschriften wie bei einer Ad hoc-Publikation zu beachten.

⁵⁵⁰ Art. 33b BEHG.

⁵⁵¹ Art. 33b BEHG.

– Börsenkurs

Der massgebende Börsenkurs entspricht gemäss Art. 40 BEHV-FINMA dem volumengewichteten Durchschnittskurs, der während der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots⁵⁵² an der Börse erzielt wurde⁵⁵³. Bei der Berechnung dieses Durchschnittskurses müssen gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA allerdings entsprechende Abzüge gemacht werden, sofern der Aktienwert während diesen 60 Börsentagen oder im Zeitraum bis zum Abschluss des Angebots durch Dividendenausschüttungen oder Kapitaltransaktionen, wie z.B. Bezugsrechtsabgang, Nennwertrückzahlung oder Splits massgeblich beeinflusst worden ist⁵⁵⁴.

Falls der Handel mit den vom öffentlichen Angebot betroffenen Titeln illiquid ist, wird nach der Praxis der Übernahmekommission nicht auf die Börsenkurse abgestellt, sondern auf eine Bewertung der Prüfstelle⁵⁵⁵. Das entsprechende Gutachten muss dabei, genau wie eine Fairness Opinion⁵⁵⁶, die von der Prüfstelle verwendeten Grundlagen und Annahmen sowie auch die von ihr bei der Bewertung angewandten Parameter und Methoden offenlegen, damit die Anleger ihre Entscheidung aufgrund klarer Informationen fällen können⁵⁵⁷. Als liquid gilt der Handel⁵⁵⁸ bei allen Beteiligungspapieren, die in den SLI (*Swiss Leader Index*) der SIX aufgenommen worden sind. Bei allen anderen Beteiligungspapieren gilt der Handel als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen mindestens in zehn von zwölf der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers ist (*Freefloat*)⁵⁵⁹.

⁵⁵² Soweit eine Voranmeldung im Sinne von Art. 7 UEV erfolgte, ist deren Datum für die Preisberechnung massgebend; vgl. Verfügung der UEK 402/01 vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec (E. 17); Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E. 3).

⁵⁵³ Vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding; vgl. Verfügung 500/02 der UEK vom 17. August 2012 i.S. Sarasin (E. 5.2); vgl. Verfügung 430/01 der UEK vom 2. Dezember 2009 i.S. Cham Paper Group (E. 4.2).

⁵⁵⁴ 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 (E. 4).

⁵⁵⁵ Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA; vgl. Verfügung 542/02 der UEK vom 2. September 2013 i.S. Società Elettrica Sopracenerina (E. 4.2); vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding; vgl. Verfügung 467/01 der UEK vom 28. Januar 2011 i.S. Feintool (E. 5.2); Verfügung 468/03 der UEK vom 10. März 2011 (E. 3); vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Januar 2004 i.S. Gerolag; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Februar 2004 i.S. Optic-Optical Technology Investments.

⁵⁵⁶ Zu den Erfordernissen an eine Fairness Opinion: Ziff. III.E.1.1.4 und Ziff. III.E.1.3 oben.

⁵⁵⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 16. Januar 2004 i.S. Gerolag; vgl. Empfehlung der UEK vom 22. Oktober 2002 i.S. Optic-Optical Technology Investments (E. 3) mit konkretem Berechnungsbeispiel.

⁵⁵⁸ Zum Begriff des liquiden Handels: UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts.

⁵⁵⁹ Vgl. Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding. Als illiquid gilt der Handel natürlich auch in den Fällen, in denen sich ein Angebot auf eine Gesellschaft bezieht, die neu durch ein Spin-off entstanden ist. (vgl. Verfügung der UEK 406/01 vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex (E. 5.2)).

– **Preis des vorausgegangenen Erwerbs**

Massgebend ist gemäss Art. 41 BEHV-FINMA der höchste Preis, den der Erwerber im Laufe der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebots⁵⁶⁰ für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat⁵⁶¹. Verfügt die Zielgesellschaft über mehrere Kategorien von Beteiligungspapieren, so muss der höchste in dieser Periode bezahlte Preis für jede einzelne Kategorie ermittelt und mit dem Nominalwert der betreffenden Beteiligungspapiere verglichen werden. Auf der Basis der Kategorie, bei der die prozentual höchste Differenz zum Nennwert bezahlt wurde, müssen dann gemäss Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA die Höchstpreise der anderen Kategorien im Sinne einer relativen Bewertung errechnet werden, wozu allfällige Vorrechte einzelner Kategorien entsprechend bewertet werden müssen⁵⁶². Die Differenzierung zwischen einzelnen Kategorien darf m.E. aber nicht dazu führen, dass für Stimmrechtsaktien ein höherer Preis bezahlt werden kann, da die Mindestpreisregelung von Art. 32 BEHG die Zahlung einer Kontrollprämie verhindern soll, was auch verbietet, die mit Stimmrechtsaktien verbundene Kontrollmöglichkeit durch einen höheren Preis abzugelten. Daher sind m.E. bei der Bewertung der Rechte einzelner Kategorien nur finanzielle, jedoch keine stimmrechtsmässigen Vorrechte zu beachten.

Hat der Veräusserer in einer vorausgegangenen Transaktion gegenüber dem Anbieter noch weitere Leistungen erbracht, indem er z.B. weitere Aktiven in die Gesellschaft eingebracht oder eine Gewährleistungshaftung übernommen hat, welche die Aktionäre im öffentlichen Kaufangebot nicht übernehmen müssen oder dem Anbieter Optionen zum Kauf weiterer Aktien gewährt hat⁵⁶³, so kann dieser Vorteil gemäss Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA zusätzlich zur Prämie entgolten werden. Derartige Zusatzleistungen sind allerdings von der Prüfstelle zu bewerten, wenn aus ihnen ein Recht zur Erhöhung des Preises abgeleitet wird⁵⁶⁴. Die Erfahrung zeigt, dass die Prüfstellen bei dieser Bewertung nicht nur einen erheblichen Ermessensspielraum ha-

⁵⁶⁰ Soweit eine Voranmeldung im Sinne von Art. 7 UEV erfolgte, ist deren Datum für die Preisberechnung massgebend; vgl. Empfehlung der UEK vom 21. August 2003 i.S. EIC (E. 3).

⁵⁶¹ Vgl. Verfügung 542/02 der UEK vom 2. September 2013 i.S. Società Elettrica Sopracenerina (E. 4.3). Hat der Anbieter die Aktien der Zielgesellschaft nicht direkt sondern indirekt durch Kauf der Aktien einer anderen Gesellschaft erworben, so muss der für die Aktien bezahlte Kaufpreis aufgrund des Preises errechnet werden, der für die Aktien der direkt erworbenen Gesellschaft bezahlt worden ist, wozu eine Bewertung der Aktiven und Passiven dieser Gesellschaft notwendig ist. Die entsprechende Berechnung muss von der Prüfstelle geprüft werden; vgl. Empfehlung der UEK vom 6. Juli 2004 betreffend UBS/Atel.

⁵⁶² Vgl. dazu oben Ziff. III.B.2.4.

⁵⁶³ 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).

⁵⁶⁴ Art. 41 Abs. 4 und 5 BEHV-FINMA; vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2002 i.S. Sarasin (E. 1).

ben, sondern diesen auch radikal zu Gunsten des Anbieters ausnützen können, ohne dass die Übernahmekommission einschreitet⁵⁶⁵.

Genau wie bei der oben dargestellten Berechnung der Börsenkurse muss der Kaufpreis von Beteiligungspapieren korrigiert werden, sofern deren Wert durch Dividendenausschüttungen oder Kapitaltransaktionen erheblich beeinflusst worden ist⁵⁶⁶.

4.3 Ausschluss von reinen Tauschangeboten

Gemäss Art. 43 Abs. 1 BEHV-FINMA ist es zwar möglich, ein Pflichtangebot als Tauschangebot zu strukturieren, so dass der angebotspflichtige Aktionär den Aktionären der Zielgesellschaft Aktien oder andere Effekten zum Tausch anbieten kann.

Die oben dargestellten Preisregeln gelten auch bei derartigen Tauschangeboten, wobei sich der Wert der angebotenen Titel gemäss Art. 44 Abs. 1 BEHV-FINMA i.V.m. Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA aus dem volumengewichteten Durchschnitt der während der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung erzielten Börsenkurse ergibt⁵⁶⁷.

Gemäss Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA ist ein Tauschangebot allerdings nur zulässig, sofern alternativ eine Barzahlung angeboten wird, d. h. die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit haben, den oben erwähnten Mindestpreis auch in bar zu beziehen. Diese Vorschrift entspricht dem Gedanken eines Pflichtangebotes, da die Aktionäre der Zielgesellschaft nur dann tatsächlich aussteigen können, wenn sie ihre Titel gegen einen Barpreis verkaufen können⁵⁶⁸.

4.4 Bedingungen

Der Anbieter ist beim Pflichtangebot bezüglich der Bedingungen, unter die er sein Angebot stellen kann, eingeschränkt. Ein Pflichtangebot darf gemäss Art. 36 BEHV-FINMA nur unter Bedingungen gestellt werden, die "wichtige Gründe" darstellen, d. h. Gründe, deren Nichterfüllung den Vollzug der Übernahme unmöglich oder unzumutbar machen⁵⁶⁹. Nach dem Wortlaut dieser Be-

⁵⁶⁵ Zum erheblichen Beurteilungsspielraum vgl. Verfügung 410/05 der UEK vom 13. September 2012 i.S. Quadrant (E. 3 und E. 4); vgl. Verfügung 540/01 der UEK vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach (E. 5.3.1).

⁵⁶⁶ Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. April 2001 i.S. Sulzer (E. 4.2.b).

⁵⁶⁷ Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Esec (E. 1.2).

⁵⁶⁸ Unter dem bis 30.11.2008 geltenden Recht war es sogar möglich, die Angebotspflicht durch ein Tauschangebot in Aktien oder Obligationen einer Akquisitionsgesellschaft zu erfüllen, was im Endeffekt dazu führte, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft gar nicht aussteigen konnten, sondern nach dem Tausch wiederum als Minderheitsaktionäre dem Erwerber der Zielgesellschaft gegenüberstanden bzw. die Übernahme noch finanzierten.

⁵⁶⁹ Vgl. Verfügung der UEK 402/01 vom 10. Februar 2009 i.S. Esmertec (E. 25).

stimmung und der Praxis der Übernahmekommission sind insbesondere folgende Bedingungen zulässig:

– **Behördliche Bewilligungen**

Das Angebot darf der Bedingung unterstellt werden, dass zwingend erforderliche behördliche Bewilligungen erteilt werden⁵⁷⁰. Damit können insbesondere die Bewilligungen von in- und ausländischen Fusionskontrollbehörden vorbehalten werden.

– **Behördliche oder gerichtliche Verbote**

Ein Pflichtangebot kann auch der Bedingung unterstellt werden, dass der Vollzug des Angebots nicht durch ein Urteil, eine Verfügung oder andere behördliche Anordnung verboten wird⁵⁷¹.

– **Einräumung des Stimmrechtes**

Das Angebot darf gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. b BEHV-FINMA auch unter die Bedingung gestellt werden, dass der Anbieter tatsächlich das Stimmrecht an den erworbenen Aktien erhält⁵⁷². Verunmöglichen Vinkulierungsbestimmungen oder Stimmrechtsbeschränkungen die Ausübung der Stimmrechte, so ist zur Erfüllung dieser Bedingung entweder ein Beschluss des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft notwendig, mit welchem dieser dem Erwerber eine Ausnahme von diesen Statutenbestimmungen erteilt⁵⁷³ oder ein Generalversammlungsbeschluss, mit welchem die entsprechenden Statutenbestimmungen aufgehoben werden.

– **Nachteilige Handlungen des Verwaltungsrates**

Das Angebot kann gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA auch unter der Bedingung stehen, dass der Verwaltungsrat die wirtschaftliche Substanz der Zielgesellschaft während der Laufzeit des Angebots nicht verändert. Damit kann der Anbieter sein Angebot insbesondere unter die Bedingung stellen, dass die Zielgesellschaft keine der in Art. 35 UEV aufgezählten gesetzwidrigen Abwehrmassnahmen trifft und auch im Sinne von Art. 36 Abs. 2 lit. b UEV die Hauptaktiven bezeichnen kann, die nicht veräussert werden dürfen.

⁵⁷⁰ 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.

⁵⁷¹ Vgl. Verfügung 500/02 der UEK vom 17. August 2012 i.S. Sarasin (E. 7); vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 2003 i.S. Jelmoli.

⁵⁷² Vgl. Empfehlung der UEK vom 24. August 2000 i.S. Intersport (E. 2.2); vgl. Entscheid der EBK vom 4. August 2000 i.S. Baumgartner (E. b).

⁵⁷³ Dies ist selbstverständlich nur dann möglich, wenn die Statuten dem Verwaltungsrat diese Kompetenz einräumen.

Weitere Bedingungen, die keine wichtigen Gründe darstellen, wie insbesondere die Annahme des Angebots für eine Mindestzahl von Aktien, sind dagegen nicht zulässig.

Falls unklar ist, ob eine bestimmte Bedingung zulässig ist, entscheidet die Übernahmekommission bzw. gegebenenfalls die FINMA auf Gesuch des Anbieters über die Zulässigkeit der entsprechenden Bedingung.

5. Opting-out

Die oben dargestellte Preisregelung für Pflichtangebote führt im Wesentlichen dazu, dass der Paketzuschlag, den ein Hauptaktionär für die Übertragung der Kontrolle verlangen kann, ausgeschlossen wird. Durch die Preisbegrenzung muss damit die Kontrollprämie bis zu einem gewissen Grad mit sämtlichen Publikumsaktionären geteilt werden.

Um eine Kontrollprämie zu ermöglichen, kann eine Gesellschaft gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG allerdings die Angebotspflicht ausschliessen, indem sie in den Statuten festhält, dass ein Anbieter trotz Überschreitens der gesetzlichen Grenzwerte nicht zu einem öffentlichen Angebot verpflichtet ist⁵⁷⁴ ("*Opting-out*").

Ein derartiges *Opting-out* ermöglicht es einem allfälligen Mehrheitsaktionär, seine Aktien zu verkaufen, ohne dass der Käufer ein öffentliches Übernahmeangebot machen muss, auch wenn die gesetzliche Grenze für Pflichtangebote von 33 $\frac{1}{3}$ % durch diesen Erwerb überschritten wird. 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 dem Mehrheitsaktionär eine Kontrollprämie bezahlt werden kann⁵⁷⁵. Ein *Opting-out* hat aber auch die Konsequenz, dass ein Anbieter bei einem öffentlichen Übernahmeangebot, das sich auf mehr als 33 $\frac{1}{3}$ % der Aktien bezieht, die Bestimmungen über den Angebotspreis bei Pflichtangeboten nicht einhalten muss⁵⁷⁶.

Das *Opting-out* muss in den Statuten als generell-abstrakte Norm definiert sein. *Opting-out*-Klauseln, die sich nur auf einzelne in den Statuten benannte Aktionäre oder auf bestimmte Transaktionen beziehen, sind dagegen ungültig, da eine Gesellschaft nach Börsenrecht nur die Möglichkeit hat, sich entweder voll-

⁵⁷⁴ Vgl. dazu Ziff. III.I.1. oben; für ein Beispiel vgl. Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 i.S. BT&T (E. 1).

⁵⁷⁵ Die Anwendung der Regel über Pflichtangebote führt zu einer Beschränkung der Prämie für den Hauptaktionär in Höhe von 33 $\frac{1}{3}$ % des Preises, der den übrigen Aktionären im Rahmen des öffentlichen Angebotes bezahlt werden muss.

⁵⁷⁶ Besteht kein *Opting-out* und bezieht sich ein öffentliches Angebot auf mehr als 33 $\frac{1}{3}$ % der Aktien, so kommen gemäss Art. 9 Abs. 6 UEV die Regeln über die Preise bei Pflichtangeboten gemäss Art. 33 BEHV-FINMA zur Anwendung; vgl. dazu oben Ziff. III.I.1.

umfänglich den Bestimmungen über Pflichtangebote zu unterstellen oder die Anwendung dieser Regeln gänzlich auszuschliessen. Eine teilweise Anwendung für bestimmte Aktionäre oder Transaktionen ist dagegen nicht möglich⁵⁷⁷.

Das *Opting-out* kann vor der Kotierung einer Gesellschaft durch die Aufnahme einer entsprechenden Bestimmung in die Statuten eingeführt werden. Gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG kann aber auch eine bereits kotierte Gesellschaft eine *Opting-out*-Klausel nachträglich durch einen entsprechenden Generalversammlungsbeschluss in ihre Statuten aufnehmen⁵⁷⁸. 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 benachteiligen darf. Nach der Praxis der Übernahmekommission kann eine Gesellschaft, die einen Hauptaktionär hat, der von der Einführung einer derartigen Klausel profitiert, nur dann nachträglich ein *Opting-out* einführen, wenn den Aktionären die Einführung des *Opting-outs* und dessen Auswirkungen transparent erklärt werden und wenn in der Generalversammlung auch die Mehrheit der übrigen Aktionäre der betreffenden Statutenänderung zustimmt, wozu im Normalfall eine doppelte Abstimmung⁵⁷⁹ durchgeführt werden muss⁵⁸⁰. Diese Regelung kommt nach der Praxis der UEK dann zur Anwendung, wenn seit der Aufnahme der *Opting-out* Bestimmung in die Statuten mehr als fünf Jahre vergangen sind⁵⁸¹.

Wird eine bestehende *Opting-out*-Klausel von der Generalversammlung aufgehoben, so hat dies keinen rückwirkenden Effekt, d. h. Personen, die in diesem Zeitpunkt mehr als 33 ⅓% der Aktien halten, sind nicht verpflichtet, ein öffentliches Angebot zu machen⁵⁸². 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, seinen Bestand auch weiter erhöhen, ohne dass es zur Angebotspflicht kommt⁵⁸³.

6. **Opting-up**

Eine Gesellschaft kann gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG in ihren Statuten den Grenzwert für Pflichtangebote auch bis auf 49% anheben ("*Opting-up*"). Ein

⁵⁷⁷ Vgl. Verfügung der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. Esec (E. 3).

⁵⁷⁸ Vgl. Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2004 betreffend HPI Holding SA mit weiteren Verweisen.

⁵⁷⁹ Einmal mit Teilnahme des Hauptaktionärs und einmal ohne Teilnahme des Hauptaktionärs.

⁵⁸⁰ Vgl. Verfügung 539/01 der UEK vom 24. Juni 2013 i.S. Logan Capital (E. 1); vgl. Verfügung 531/01 der UEK vom 26. April 2013 i.S. Perfect Holding; vgl. Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. Advanced Digital Broadcast (E. 4); Praxisänderung gegenüber früherer Praxis (vgl. Verfügung 409/01 der UEK vom 22. September 2011 i.S. LEM).

⁵⁸¹ Vgl. Verfügung 531/01 der UEK vom 26. April 2013 i.S. Perfect Holding.

⁵⁸² Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Loeb vom 15. Mai 2000 (E. 1 ff.).

⁵⁸³ Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Juni 2000 i.S. Calida (E. 3).

derartiges *Opting-up* führt dazu, dass das Pflichtangebot erst bei einem entsprechend höheren Grenzwert ausgelöst wird. Zur nachträglichen Einführung einer *Opting-up*-Klausel in die Statuten gelten die gleichen Überlegungen wie oben zum *Opting-out* dargestellt.

Wird eine bestehende *Opting-up*-Klausel nachträglich aufgehoben, so zwingt dies einen Aktionär, der eine Beteiligung von mehr als 33 1/3% hat, nicht dazu, ein Angebot zu machen, da die Aufhebung der *Opting-up*-Klausel genau wie die oben 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; ein Resultat, das für die Minderheitsaktionäre ungünstiger wäre als das Weiterbestehen der *Opting-up*-Klausel.

7. Übergangsbestimmungen

Gemäss Art. 52 BEHG muss ein Aktionär, der bei Inkrafttreten des BEHG über mehr als 33 1/3% 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. Hatte ein Aktionär bzw. eine Gruppe im Zeitpunkt des Inkrafttretens bereits eine Beteiligung von über 50%, so führen auch weitere Erhöhungen dieses Bestandes nicht zu einer Angebotspflicht. Reduziert ein derartiger Aktionär bzw. eine derartige Gruppe ihren Bestand unter 50% und erhöht ihn nachher wieder über diese Grenze, so unterliegen sie der Angebotspflicht⁵⁸⁴.

Obwohl das BEHG nun aber seit fünfzehn Jahren in Kraft ist, bestehen noch bei verschiedenen Gesellschaften Beteiligungen, die von diesen Übergangsbestimmungen erfasst werden.

Verschieben sich die Beteiligungen innerhalb einer Gruppe, die aufgrund der Übergangsregelung kein Angebot machen muss, so stark, dass ein einzelnes Mitglied der Gruppe den gesetzlichen bzw. bei einem *Opting-up* den statutarischen Grenzwert überschreitet, so entsteht aber für diesen Aktionär die Angebotspflicht⁵⁸⁵.

⁵⁸⁴ Vgl. BGE 130 II 541 f.

⁵⁸⁵ Vgl. BGE 130 II 545 f.; vgl. oben Ziff. III.I.1.3.

J. ABWEHR VON ÜBERNAHMEVERSUCHEN

– *Durch geeignete Statutengestaltung kann eine Gesellschaft sich weitgehend von unfreundlichen Übernahmen schützen. Insbesondere stehen ihr folgenden Mittel zur Verfügung:*

- *Beschränkung der Stimmrechte pro Aktionär;*
- *Vinkulierung;*
- *Stimmrechtsaktien; und*
- *Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit für die Abwahl von Verwaltungsräten.*

Diese Massnahmen sind allerdings nur dann wirksam, wenn in den Statuten festgehalten wird, dass die entsprechenden Bestimmungen wiederum nur mit qualifizierter Mehrheit aufgehoben werden können.

– *Neben den statutarischen Möglichkeiten zur Abwehr von Übernahmeversuchen wurden noch weitere Methoden entwickelt, wie insbesondere die Schaffung eines "harten Aktionärskerns", d. h. einer Gruppe von Aktionären, die nicht rein finanzielle Interessen am Unternehmen haben, sondern das Unternehmen und seine strategische Ausrichtung aktiv mittragen. Die Idee, Aktiven zu verkaufen, die für einen Anbieter attraktiv sind, oder Dritten für den Fall einer Übernahme ein Kaufrecht an derartigen Aktiven einzuräumen, ist nicht empfehlenswert, da derartige Transaktionen der Gesellschaft Schaden zufügen und zur Haftung des Verwaltungsrates führen können.*

– *Beim Entscheid, ob die statutarischen Abwehrmassnahmen eingesetzt werden sollen, muss sich der Verwaltungsrat vom Interesse des Unternehmens leiten lassen, d. h. er muss entscheiden, ob die Übernahme für das Unternehmen positiv ist oder nicht. Er hat dagegen keine Verpflichtung, dafür zu sorgen, dass die Aktionäre ein möglichst hohes Angebot erhalten, weshalb er sich im Interesse des Unternehmens auch einem lukrativen Angebot entgegenstellen kann. Hat sich ein Verwaltungsrat aber einmal dazu entschlossen, die Unabhängigkeit des Unternehmens aufzugeben und deshalb die Annahme des Angebots zu empfehlen, so muss er aber dafür sorgen, dass die Aktionäre ein möglichst hohes Entgelt erhalten.*

Viele kotierte Unternehmen wollen ihre selbständige Existenz schützen. Das schweizerische Recht erlaubt den kotierten Gesellschaft verschiedene Massnahmen zum Schutz der Selbständigkeit, verbietet aber Massnahmen, die zur Schädigung des Unternehmens führen.

1. Aktienrechtliche Abwehrmassnahmen

Das schweizerische Aktienrecht erlaubt es, in die Statuten Bestimmungen aufzunehmen, die es dem Verwaltungsrat ermöglichen, einen Übernahmeversuch abzuwehren:

1.1 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. Verschiedene Schweizer Publikumsgesellschaften haben das Stimmrecht einzelner Aktionäre in diesem Sinne auf 3% bis 20% der an einer Generalversammlung vertretenen Stimmen beschränkt. Diese Stimmrechtsbeschränkung ist besonders dann wirkungsvoll, wenn sie mit einer Gruppenklausel verbunden wird, 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 haben⁵⁸⁶. In diesen Fällen hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch die Möglichkeit, das Stimmrecht von Aktionären zu beschränken, die sich nachträglich verbunden haben, um bestimmte Statutenänderungen durchzusetzen oder den Verwaltungsrat anzugreifen.

Zum Teil sehen die Statuten vor, dass der Verwaltungsrat von der Stimmrechtsbeschränkung Ausnahmen gewähren darf. 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 nicht problematisch, da diese Personen die von ihnen vertretenen Stimmrechte nicht im eigenen Interesse sondern im Interesse der einzelnen Anleger 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, da die Frage, ob ein Aktionär gegenüber dem Verwaltungsrat freundlich gesinnt ist, kein sachlicher Grund ist, um Aktionären mehr oder weniger Stimmrechte zu gewähren⁵⁸⁷. Will eine Gesellschaft eine statutarisch vorgesehene Stimmrechtsbeschränkung durchsetzen, sollte sie daher, ausser im Falle der oben erwähnten Ausnahmen für Depotstimmrechte,

⁵⁸⁶ Vgl. als Beispiele für solche Publikumsgesellschaften: Bâloise Holding, KABA, Tecan.

⁵⁸⁷ Derartige Ausnahmen bleiben den Aktionären von an der SIX kotierten Gesellschaften nicht verborgen, da alle Ausnahmen einschliesslich ihrer materiellen Begründung gemäss der Corporate Governance Richtlinie der SIX vom 1. Juli 2002 im Jahresbericht offengelegt werden müssen.

Organvertreter und neutrale Stimmrechtsvertreter, keinerlei Ausnahmen an einzelne Aktionäre gewähren.

1.2 Übertragungsbeschränkungen (Vinkulierung)

Gemäss Art. 685 ff. OR können die Statuten einer Gesellschaft vorsehen, dass das Eigentum an Namenaktien nur übertragen werden darf, wenn der Verwaltungsrat der Gesellschaft der Übertragung zustimmt. Bei börslich gehandelten Aktien darf der Verwaltungsrat seine Zustimmung allerdings nur verweigern, wenn die Zahl der Aktien, die ein Aktionär hält, eine in den Statuten definierte Limite überschreitet. Verschiedene schweizerische Publikumsgesellschaften haben derartige Bestimmungen in ihre Statuten aufgenommen und Eintragungslimiten von 3% bis 5% festgelegt. Auch die Eintragungsgrenze 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 Zwecke des Erwerbs von Aktien oder der gemeinsamen Stimmausübung verbunden haben. Aufgrund einer derartigen Gruppenklausel werden die betreffenden Aktionäre wie ein Aktionär behandelt, d. h. sie unterstehen als Gruppe gesamthaft der Eintragungsbegrenzung⁵⁸⁸. Erwirbt eine Person eine Anzahl Aktien, die über diese Eintragungslimite hinausgeht, so wird sie mit dem überschüssenden Teil als Aktionär ohne Stimmrecht im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen. Sie hat damit alle Vermögensrechte (insbesondere Dividende und Bezugsrecht), die mit der Aktie verbunden sind, jedoch kein Stimmrecht für die betreffenden Aktien.

Häufig sehen die Statuten vor, dass der Verwaltungsrat Ausnahmen von der Eintragungslimite gewähren kann. Die Gewährung derartiger Ausnahmen ist jedoch äusserst riskant, da der Verwaltungsrat gemäss Art. 717 Abs. 2 OR dazu verpflichtet ist, die Aktionäre der Gesellschaft gleich zu behandeln⁵⁸⁹. Ein potentieller Anbieter kann aus dieser Bestimmung einen Anspruch ableiten, ebenfalls über die vorgesehene Limite hinaus eingetragen zu werden, wenn der Verwaltungsrat gegenüber anderen – dem Verwaltungsrat freundlich gesinnten – Aktionären eine entsprechende Ausnahme gemacht hat, da die positive Einstellung zum Verwaltungsrat kein sachlicher Grund ist, um eine Ausnahme von der Vinkulierung im Rahmen des Gleichbehandlungsgebotes zu rechtfertigen⁵⁹⁰.

⁵⁸⁸ Beispiele für Eintragungsbeschränkungen mit Gruppenklauseln finden sich in den Statuten der Bâloise Holding, der KABA und der Tecan.

⁵⁸⁹ Auch Ausnahmen von der Vinkulierung sind einschliesslich ihrer materiellen Begründung gemäss Corporate Governance Richtlinie der SIX vom 1. Juli 2002 bei an der SIX kotierten Gesellschaften im Jahresbericht offenzulegen.

⁵⁹⁰ 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.).

1.3 Mehrheitserfordernisse für die Abwahl von Verwaltungsratsmitgliedern

In den Statuten kann auch vorgesehen werden, dass die Abwahl von Verwaltungsratsmitgliedern eine qualifizierte Mehrheit erfordert. Damit 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. allfällige Ausnahmebestimmungen zugunsten des potentiellen Anbieters auslegt⁵⁹¹.

Problematisch ist allerdings, dass der Verwaltungsrat bei kotierten Gesellschaften gemäss Art. 4 VegüV nur noch für eine Amtsperiode von einem Jahr gewählt werden kann. Daher kann ein potentieller Anbieter bei der ordentlichen Generalversammlung mit einfacher Mehrheit den Verwaltungsrat auswechseln und Personen in diese Position bringen, welche die statutarischen Abwehrbestimmungen nicht mehr durchsetzen. Auf diese Weise wird die Verwaltungsratswahl bei der Abwehr von Übernahmen zum gefährlichsten Moment für die Zielgesellschaft.

1.4 Stimmrechtsaktien / Partizipationsscheine

Gemäss Art. 693 OR ist es möglich, Aktien mit verschiedenen Nominalwerten auszugeben, gleichzeitig aber in den Statuten vorzusehen, dass trotz der unterschiedlichen Nominalwerte jeder Aktie das gleiche Stimmrecht zukommt. Allerdings müssen die Stimmrechtsaktien, denen dank einer derartigen Bestimmung ein im Verhältnis zum Kapitalanteil überproportionales Stimmrecht zukommt, mindestens einen Zehntel des Nominalwerts der Stammaktien aufweisen. Gemäss Art. 656a OR ist es überdies auch möglich, Partizipationsscheine auszugeben, die aus wirtschaftlicher Sicht als stimmrechtslose Aktien betrachtet werden können. Der gesamte Nominalwert dieser Partizipationsscheine darf aber das Aktienkapital nicht um mehr als das Zweifache übersteigen.

Durch die Kombination von Stimmrechtsaktien und Partizipationsscheinen ist es theoretisch möglich, die Mehrheit der Stimmrechte mit einem sehr geringen Kapitalanteil zu beherrschen. Im Extremfall⁵⁹² können auf diese Weise ca. 3% des Kapitals 50% der Stimmen repräsentieren. Obwohl bisher keine Publikumsgesellschaft eine derart extreme Lösung gewählt hat, sind verschiedene Publikumsgesellschaften heute noch so strukturiert, dass sich die Stimmrechte auf einen relativ kleinen Teil des Kapitals konzentrieren⁵⁹³. Dieses Kapital be-

⁵⁹¹ Vgl. z.B. die Statuten der Bâloise Holding.

⁵⁹² 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.

⁵⁹³ 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 Genussscheinen, 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

findet sich meist in Händen von Personen, die dem Verwaltungsrat nahe stehen und diesen auch vor Übernahmeversuchen schützen. An dieser Verteidigungsmassnahme ist allerdings insoweit problematisch, als Besitzstrukturen mit Stimmrechtsaktien oder sogar Partizipationsscheinen zu einer relativ tiefen Bewertung der Gesellschaft führen, was wiederum Übernahmeversuche anziehen kann und die Aufnahme von neuem Kapital stark verteuert. Aus diesem Grund haben auch verschiedene Gesellschaften in der Vergangenheit Kapitalstrukturen mit unterschiedlichen Aktienkategorien und Partizipationsscheinen abgeschafft und eine einheitliche Kategorie von Aktien eingeführt.

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. Neben einer qualifizierten Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen (z.B. 2/3 oder 3/4) ist ein Mehrheitserfordernis sehr wirksam, 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 wird⁵⁹⁴. Als zusätzliche Absicherung des Abwehrdispositivs 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. Sowohl eine derartige Fusion wie auch eine Sitzverlegung ins Ausland mit entsprechender Anpassung der Statuten an das ausländische Recht können dazu führen, dass das Abwehrdispositiv aufgehoben wird. Wenn die Abwehr von Übernahmeversuchen auf vinkulierten Namenaktien beruht, muss auch darauf geachtet werden, dass die Statuten die Umwandlung von Namen- in Inhaberaktien von der Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit abhängig machen, da sonst die Vinkulierung durch eine entsprechende Umwandlung unterlaufen werden könnte⁵⁹⁵.

2. Weitere Abwehrmassnahmen

Im Laufe der Jahre wurden verschiedene Taktiken entwickelt, um eine Übernahme abzuwehren:

nicht neu realisiert werden); vgl. Dätwyler Holding AG (Inhaberaktien mit CHF 500 Nennwert und Namenaktien mit CHF 100 Nennwert, wobei beide Titulkategorien gleiches Stimmrecht haben); vgl. Compagnie Financière Richemond 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).

⁵⁹⁴ 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.

⁵⁹⁵ Vgl. dazu oben Ziff. III.B.4.1.2 und Ziff. III.J.1.2.

2.1 Platzierung von Aktien in "sicheren Händen" / harter Aktionärskern

Soweit sich Aktien bei Personen befinden, die nicht nur ein rein vermögensmässiges Interesse am Unternehmen haben, ist es oft möglich, Übernahmeveruche abzuwehren, da diese Aktionäre auch bei relativ grosszügigen Angeboten ihre Aktien nicht verkaufen. Interessant sind in diesem Bereich insbesondere Mitarbeiterbeteiligungspläne sowie die Platzierung von Aktien bei der Gesellschaft nahestehenden Stiftungen und bei der eigenen Pensionskasse. 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, so 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.

Eine derartige Platzierungsstrategie muss im Übrigen verfolgt werden, bevor ein konkretes Angebot vorliegt, da es dem Verwaltungsrat gemäss Art. 36 UEV nicht mehr möglich ist, nach Vorliegen eines Angebotes aus eigenen Aktienbeständen der Gesellschaft oder aus genehmigtem Kapital Aktien bei "freundlichen" Aktionären zu platzieren.

2.2 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. Derartige radikale Strategien sind für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber äusserst problematisch, da ihm vorgeworfen werden kann, dass er die Gesellschaftsinteressen vernachlässigt hat, indem er Aktiven der Gesellschaft zu ungenügenden Preisen veräussert hat. Da der Verwaltungsrat für den Schaden, den die Gesellschaft durch eine derartige Verschleuderung von Aktiven erleidet, gemäss Art. 754 OR haftbar gemacht werden kann, muss auf derartige Strategien verzichtet werden. Die Einräumung von Kaufrechten im Falle einer Übernahme bzw. eines Kontrollwechsels kann nur in Zusammenhang mit einer Transaktion zulässig sein, die gesamthaft für das Unternehmen wirtschaftlich sinnvoll und günstig ist und bei der die Gesellschaft auch einen adäquaten Gegenwert erhält, wie z.B. bei der Errichtung eines Joint Ventures, wo sich die Parteien häufig gegenseitig Kaufoptionen zum Erwerb ihrer Beteiligung an der Joint Venture Gesellschaft einräumen, wenn es zu einem Kontrollwechsel bei der anderen Partei kommt.

Wie oben in Ziff. III.E.2.2.1 dargestellt, verbieten Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 36 UEV den Verkauf wesentlicher Betriebsteile, sobald ein öffentliches Angebot vorliegt, weshalb derartige Strategien nach diesem Zeitpunkt ohnehin nicht mehr verfolgt werden können.

3. Hoher Aktienkurs als bestes Verteidigungsmittel

Das beste Verteidigungsmittel gegen Übernahmen ist letztlich ein hoher Aktienkurs. Wenn ein Aktienkurs den wahren Wert des Unternehmens und sein ganzes Potential reflektiert, ist es für einen Anbieter wesentlich weniger attraktiv, das betreffende Unternehmen zu übernehmen.

Ein hoher Aktienkurs kann allerdings nicht durch kurzfristige Aktionen oder sogar durch rechtliche Massnahmen erzwungen werden, sondern ist letztlich die Frucht einer langfristig optimalen Geschäftsführung. Diese führt allerdings auch nur dann zu hohen Kursen, wenn die entsprechenden Erfolge sowie die Wertsteigerungsstrategien von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung den Aktionären bzw. dem Markt bekannt gemacht werden.

4. Stellung des Verwaltungsrates bei der Abwehr von Übernahmeversuchen

4.1 Reaktion des Verwaltungsrates bei Kontaktnahme durch einen Anbieter

Wenn ein Verwaltungsrat von einem potentiellen Anbieter kontaktiert wird, muss er sich die Frage stellen, wie er auf diese Kontaktnahme bzw. ein allfälliges Angebot reagieren soll bzw. ob er gegenüber einem bestimmten Angebot überhaupt eine Abwehrhaltung einnehmen kann. Die Erfahrung zeigt, dass Angebote jeweils in folgender Weise an den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft herangetragen werden:

- Ein potentieller Anbieter teilt mit, dass er grundsätzlich Interesse an dem Erwerb der Zielgesellschaft hat, will aber eine Due Diligence durchführen, bevor er ein Angebot macht. Entsprechend hat er bei der ersten Kontaktaufnahme keine klaren Preisvorstellungen bzw. gibt nur eine Bandbreite möglicher Preise an, die unter dem Vorbehalt einer vertieften Due Diligence steht.
- Der Anbieter tritt mit einem konkreten Angebot an die Gesellschaft und ist der Meinung, dass er keine Due Diligence benötigt, will aber mit dem Verwaltungsrat über die Modalitäten einer Transaktion verhandeln, wobei er insbesondere erreichen will, dass ihm der Verwaltungsrat eine Ausnahme bezüglich der statutarischen Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung erteilt.
- Der Anbieter teilt dem Verwaltungsrat mit, dass er sich bereits die Positionen eines oder mehrerer Hauptaktionäre gesichert hat und ein Angebot für sämtliche Aktionäre plant. Der Anbieter macht dabei klar, dass die Hauptaktionäre den Verwaltungsrat abwählen werden, wenn er nicht kooperiert⁵⁹⁶.

⁵⁹⁶ Bei derartigen Angeboten tritt der Anbieter häufig zusammen mit den Hauptaktionären auf.

Nimmt ein Dritter in einer der oben beschriebenen Formen Kontakt auf, so stellt sich für den Verwaltungsrat die Frage, welche Pflichten er gegenüber der Gesellschaft und den Aktionären in einer derartigen Situation hat bzw. wie er sich zu verhalten hat. Wie oben dargestellt⁵⁹⁷, regelt das Börsenrecht nur die Pflichten, die der Verwaltungsrat hat, wenn ein Anbieter den Aktionären ein bindendes öffentliches Angebot gemacht hat, nicht aber das Verhalten des Verwaltungsrates bei einer Kontaktaufnahme durch einen potentiellen Anbieter. Die Pflichten des Verwaltungsrates in den oben dargestellten Situationen richten sich daher allein nach dem Aktienrecht. Das Gleiche gilt auch bezüglich der Frage, ob ein Verwaltungsrat bei einem verbindlichen öffentlichen Angebot eine abwehrende Haltung einnehmen darf und insbesondere die statutarischen Massnahmen, wie Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung, einsetzen kann. Da das Börsenrecht diese Frage offen lässt, ist sie allein nach dem Aktienrecht zu entscheiden.

4.2 Unternehmensinteresse als Richtschnur für den Entscheid des Verwaltungsrates

Gemäss Art. 717 OR hat der Verwaltungsrat die Pflicht, die Interessen des Unternehmens zu wahren. Diese grundlegende Pflicht stellt eine Richtschnur für die gesamte Tätigkeit des Verwaltungsrates dar und muss auch Grundlage für seine Reaktion bei einem Übernahmeangebot sein. Dementsprechend hat der Verwaltungsrat einen Übernahmeversuch primär aus dem Blickwinkel der Unternehmensinteressen zu betrachten und nicht aus dem Interesse der Aktionäre, einen möglichst hohen Preis für ihre Aktien zu erzielen. Der Verwaltungsrat muss sich daher bei einem Übernahmeversuch bzw. einer informellen Offerte primär die Frage stellen, ob die Zielgesellschaft allein lebensfähig ist und über die Mittel zur Umsetzung ihrer Strategie verfügt. 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 fördern⁵⁹⁸. In einer derartigen Situation muss der Verwaltungsrat letztlich jedem seriösen Übernahmeangebot nachgehen und sollte einem potentiellen Anbieter auch eine Due Diligence ermöglichen, wenn dies die Bedingung für ein Angebot ist.

Kommt der Verwaltungsrat bei der Analyse des eigenen Unternehmens 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, so kann er im Rahmen seines Ermessens den Entscheid fällen, dass es für das Unternehmen besser ist, die eigene Strategie zu verwirklichen, als seine Selbständigkeit im

⁵⁹⁷ Vgl. Kapitel III.E. oben.

⁵⁹⁸ Eine derartige Situation tritt nur bei Unternehmen ein, die sich in einer finanziellen oder strategischen Krise befinden.

Rahmen einer Übernahme aufzugeben. Wenn er einen derartigen Grundsatzentscheid fällt, so kann sich der Verwaltungsrat einem Übernahmeangebot widersetzen, d. h. sich weigern, einen potentiellen Anbieter zu einer Due Dilligence zuzulassen oder mit ihm eine Transaktionsvereinbarung abzuschliessen und kann auch die in den Statuten vorgesehenen Abwehrmassnahmen, wie insbesondere Vinkulierungsbestimmungen und Stimmrechtsbeschränkungen, zum Einsatz bringen.

Der Entscheid des Verwaltungsrates gegen eine Übernahme verunmöglicht weder dem Anbieter ein Übernahmeangebot zu lancieren, noch den Aktionären ihre Aktien zu verkaufen. Der Anbieter kann ein Übernahmeangebot auch ohne Einverständnis des Verwaltungsrates direkt an die Aktionäre richten, worauf die Aktionäre dann individuell über Annahme oder Ablehnung des Angebots entscheiden. Bringt der Verwaltungsrat in einer derartigen Situation die statutarischen Abwehrmöglichkeiten, wie insbesondere Vinkulierungsbestimmungen und Stimmrechtsbeschränkungen, zum Einsatz, so kann der Anbieter sein Angebot unter die Bedingung stellen, dass die Generalversammlung der Zielgesellschaft die entsprechenden Statutenbestimmungen aufhebt⁵⁹⁹. Eine derartige Bedingung führt aber 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 in einer derartigen Situation aufgrund von Art. 699 Abs. 3 OR die Einberufung einer Generalversammlung verlangen, wenn er 10% der Aktien besitzt oder – falls er selber nicht über eine genügende Anzahl von Aktien der Zielgesellschaft verfügt – Aktionäre motivieren, die genügend Aktien besitzen, die Einberufung einer Generalversammlung zu verlangen. Ist das Angebot genügend hoch, so hat die vom Anbieter gestellte Bedingung natürlich eine starke Motivationswirkung auf die Aktionäre, die vom Anbieter geforderten Beschlüsse mit der notwendigen Mehrheit zu fassen.

In einer derartigen Situation des offenen Kampfes hat der Verwaltungsrat letztlich argumentativ nur dann eine Chance, wenn er nachweisen kann, dass die Realisierung der vom Verwaltungsrat selbst beschlossenen Strategie zu höheren Werten führt als das Übernahmeangebot. Präsentiert der Verwaltungsrat allerdings nur die bisher verfolgte Strategie, so ist diese Argumentation schwierig, da diese Strategie letztlich nur zu den bisherigen Börsenkursen geführt hat, die ja unter dem Angebotspreis des Anbieters liegen. Dementsprechend empfiehlt es sich, dass der Verwaltungsrat in einer derartigen Situation neue Strategien entwickelt, die zu einer schnelleren Realisierung des Wertpotentials führen, indem er z.B. die Geschäftstätigkeit stärker fokussiert und Devestitionen vornimmt. Diese neuen Strategien dürfen aber nicht allzu weit von der bisherigen Strategie entfernt sein, da ein vollständiger Strategiewechsel für die Aktio-

⁵⁹⁹ Vgl. zu dieser Bedingung Ziff. III.B.4.1.2 oben.

näre wenig überzeugend ist und bei den Aktionären auch die Frage provoziert, weshalb ein Übernahmeangebot notwendig ist, um den Verwaltungsrat zu wertsteigernden Massnahmen zu bewegen.

Kommt der Verwaltungsrat dagegen zum Schluss, dass eine Übernahme im Interesse der Gesellschaft liegt, weil diese ihre Strategie gar nicht mit den eigenen Ressourcen umsetzen kann oder die Übernahme für die Aktionäre günstig ist, weil der Übernahmepreis das mögliche Wertsteigerungspotential der Gesellschaft vollumfänglich reflektiert, muss er sich dafür einsetzen, dass die Aktionäre einen möglichst hohen Preis erhalten. Der Verwaltungsrat kann den Aktionären der Zielgesellschaft den Verkauf ihrer Aktien letztlich nur dann empfehlen, wenn er nach sorgfältiger Abklärung zum Schluss gekommen ist, dass er den maximal möglichen Preis erhalten hat⁶⁰⁰. Überdies würde der Verwaltungsrat auch seine Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre verletzen, wenn er einen Anbieter dabei unterstützt, die Aktien zu einem Preis zu kaufen, der unter dem maximal möglichen Preis liegt, da der Verwaltungsrat auf diese Weise einen Teil des Unternehmenswertes von den jetzigen Aktionären zum Anbieter transferiert. In diesem Sinne muss der Verwaltungsrat nicht nur in den Verhandlungen mit dem potentiellen Anbieter den Preis optimieren, sondern auch alle Handlungen unterlassen, die Konkurrenzangebote behindern können. Die gleichen Überlegungen gelten natürlich auch dann, wenn der Verwaltungsrat 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 dafür zu sorgen, dass die Publikumsaktionäre einen möglichst hohen Preis erzielen.

4.3 Haftungsrisiko des Verwaltungsrates

Wie oben dargestellt, hat der Verwaltungsrat die Pflicht, die Interessen des Unternehmens wahrzunehmen. Aktionäre können daher nicht allein wegen der Tatsache, dass er durch eine ablehnende Haltung bzw. durch den Einsatz statutarischer Abwehrmittel eine Übernahme und einen Verkauf zu einem hohen Preis verunmöglicht hat, Schadenersatzansprüche gegen den Verwaltungsrat begründen. Schadenersatzansprüche im Sinne von Art. 754 OR können nur gestellt werden, wenn der Verwaltungsrat seine Pflichten verletzt, d. h. insbesondere gegen seine Pflicht zur Wahrung des Unternehmensinteresses verstossen hat. Eine derartige Situation liegt insbesondere bei folgenden Fällen vor:

- Der Verwaltungsrat hat ein Übernahmeangebot abgelehnt, obwohl es ihm nicht möglich ist, die Zielgesellschaft als selbständiges Unternehmen wei-

⁶⁰⁰ Andernfalls müsste der Verwaltungsrat in seinem Bericht ausdrücklich festhalten, dass es sich beim Angebotspreis nicht um den höchst möglichen Preis handelt, der Verwaltungsrat aber aus anderen Gründen den Aktionären empfiehlt, ihre Aktien zu einem tieferen Preis als den maximal möglichen zu verkaufen.

terzuführen, da die Mittel zur Verfolgung der eigenen Strategie fehlen⁶⁰¹. Kommt es zum Schaden bei der Gesellschaft, weil das Unternehmen in ein Konkurs- oder Nachlassverfahren gerät oder weil die Gesellschaft zur Rettung des Gesamtunternehmens wesentliche Teile liquidieren muss, so kann der Verwaltungsrat für den Schaden haftbar gemacht werden.

- Eine Haftung kann jedoch auch dann eintreten, wenn der Verwaltungsrat zum Zweck der Abwehr eines Übernahmeversuches die Gesellschaft selbst schädigt, indem er wertvolle Aktiven unter ihrem Verkehrswert 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 verspricht.

Kommt der Verwaltungsrat dagegen aufgrund sorgfältiger Überlegungen zum Schluss, dass es dem Unternehmen möglich ist, ohne Übernahme weiter zu existieren, da es seine Strategie mit den eigenen Ressourcen umsetzen kann, so können die Aktionäre keine Schadenersatzansprüche stellen, wenn sich der Verwaltungsrat gegen ein Angebot stellt und insbesondere auch die statutarisch vorgesehenen Abwehrmassnahmen zum Einsatz bringt.

⁶⁰¹ Vgl. oben Ziff. III.E.1.2.

K. DIE POSITION DES MANAGEMENTS IN DER ÜBERNAHMESITUATION

- *Übernahmegefährdete Unternehmen haben häufig Schwierigkeiten, geeignete Manager zu halten oder zu rekrutieren, da sie aufgrund der Übernahmegefahr keine langfristige Zukunft im Unternehmen sehen. Die Erfahrung zeigt, dass Geschäftsleitungen nach einer Übernahme fast immer ausgewechselt werden.*
- *Das Management eines Unternehmens, das in Übernahmeverhandlungen steht, befindet sich in einem starken Interessenkonflikt, da es mit seinem zukünftigen Arbeitgeber über einen hohen Preis verhandeln müsste. Ein hartes Auftreten zu Gunsten der eigenen Aktionäre gefährdet nicht nur die Anstellung der Geschäftsführungsmitglieder, sondern auch Bonus- und Salär-Zahlungen, da der Anbieter nach einer Übernahme in der Generalversammlung die gemäss Art. 18 Vergütungsverordnung notwendige Zustimmung verweigern kann.*
- *Der Verwaltungsrat hat nur ganz beschränkte Mittel, um die Interessen der Geschäftsleitung zu schützen und sicherzustellen, dass diese ein Interesse an einem möglichst hohen Angebotspreis haben. Die Vergütungsverordnung verunmöglicht es, der Geschäftsleitung einen Bonus zu bezahlen, der von der Höhe des Angebotspreises abhängt.*
- *Die Vergütungsverordnung verbietet den Geschäftsleitungsmitgliedern, irgendwelche Abgangsentschädigungen, für den Fall einer Entlassung nach einer Übernahme, zu bezahlen. Immerhin kann aber in Beteiligungs- und Optionsplänen vorgesehen werden, dass Vesting-Perioden und Mindesthaltedauern dahinfallen, wenn ein Angebot erfolgreich ist, so dass die Manager die entsprechenden Optionen ausüben und Aktien beziehen können, um diese noch innerhalb der Nachfrist des öffentlichen Angebots einzuliefern. Dies gibt der Geschäftsleitung einen gewissen Incentive, sich für einen hohen Angebotspreis einzusetzen und verhindert, dass die betreffenden Rechte wegen der Übernahme wertlos verfallen.*
- *Die Probleme, die bei einer öffentlichen Übernahme für das Management entstehen, haben zur Folge, dass sich der Verwaltungsrat bei Übernahmeverhandlungen stark auf Berater abstützen muss, denen er aus eigener Kompetenz erfolgsabhängige Zahlungen versprechen kann.*

1. Die Gefährdung und Interessenkonflikte des Managements

1.1 Das Management ist bei einer Übernahme immer akut gefährdet:

– Gefährdung der Position

Die Erfahrung zeigt, dass sehr rasch nach einer Übernahme die entsprechenden Manager entlassen und durch Personen aus dem Umfeld des Anbieters ersetzt werden. Dies ist ein natürlicher Vorgang, da ein Anbieter nach der Übernahme normalerweise ein Unternehmen unter seine Kontrolle bringen will.

– Gefährdung des Einkommens

Gemäss Art. 18 VegüV muss bei einer Publikumsgesellschaft das Salär der Geschäftsleitung von den Aktionären genehmigt werden. Bis Ende 2014 werden kotierte Gesellschaften eines der gemäss VegüV zulässigen Systeme zur Genehmigung der Vergütung einführen. In allen Fällen, in denen die Statuten eine retrospektive Genehmigung der Entschädigung bzw. eines Teils der Entschädigung vorsehen – die Generalversammlung beschliesst z.B. über die Auszahlung des Bonus für das vorangehende Jahr – ist diese Auszahlung akut gefährdet, wenn es vor der entsprechenden Generalversammlung zu einem Übernahmeangebot kommt. Ist dieses erfolgreich und will der Anbieter ohnehin die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft ersetzen, so hat dieser keinen Grund dafür, derartige Zahlungen nachträglich zu genehmigen. Daher müssen Manager mindestens bei feindlichen Übernahmen damit rechnen, dass die Einkommensbestandteile, die noch von der Generalversammlung genehmigt werden müssen, dahinfliegen.

1.2 Interessenkonflikte des Managements

Die Geschäftsleitungsmitglieder kotierter Gesellschaften werden bei übernahmegefährdeten Unternehmen ihre Gefährdungslage erkennen und sich entsprechend verhalten. Einige werden in einer derartigen Gefährdung versuchen, vor einem öffentlichen Angebot eine sichere Stelle zu erlangen. Andere dagegen werden versuchen, sich mit dem Übernehmer gutzustellen, was dazu führt, dass sie sich in keinem Fall für eine Erhöhung des Angebotspreises einsetzen, da sie bei diesem Vorgehen direkt gegen die Interessen des Anbieters arbeiten würden. Sie haben sich vielmehr auf eine Regelung ihrer Anstellung sowie der Salär- und Bonuszahlungen in der Transaktionsvereinbarung zu konzentrieren oder aber direkt entsprechende Abmachungen mit dem Käufer zu treffen.

Ein derartiges Verhalten widerspricht natürlich den Interessen der Aktionäre, denen am besten gedient wäre, wenn sich die Geschäftsleitungsmitglieder für einen möglichst hohen Preis einsetzen würden. Auch der Verwaltungsrat wird diese Interessenkonflikte des Managements spüren, da er in den Verhandlungen mit einem potentiellen Übernehmer nicht mehr auf das Management zählen kann. Zum Teil befindet sich aber auch der Verwaltungsrat selbst in der genau gleichen Lage; auch der Verwaltungsrat verliert bei einer Übernahme prak-

tisch zwangsläufig seine Position und muss sich über seine Entschädigung entsprechend Sorgen machen.

2. **Handlungsalternativen für den Verwaltungsrat**

Der Verwaltungsrat einer Gesellschaft, die von Übernahmen gefährdet ist oder sich sogar schon in Verhandlungen befindet, wird versuchen, die Loyalität des Managements durch entsprechende finanzielle Anreize sicherzustellen, hat aber nur beschränkte Möglichkeiten.

2.1 **Unzulässige Incentives**

Die Vergütungsverordnung verbietet dem Verwaltungsrat insbesondere folgende Vereinbarungen zu treffen:

– **Bonuszahlungen in Abhängigkeit des Übernahmepreises**

Befindet sich ein Unternehmen in Übernahmeverhandlungen, so konzentrieren sich die finanziellen Interessen der Aktionäre auf einen möglichst hohen Übernahmepreis. In einer derartigen Situation, und vor allem wenn ein Bieterwettbewerb angestrebt wird, wäre es aus betriebswirtschaftlicher Sicht angezeigt, dem Management einen Bonus in Aussicht zu stellen, der direkt vom Preis abhängt, der von einem Anbieter bezahlt wird. Dies würde zu einem Gleichlauf der Interessen von Aktionären und Geschäftsleitung führen. Derartige Zahlungen sind aber gemäss Art. 20 Abs. 3 VegüV nicht erlaubt, da "Provisionen für die Übertragung von Unternehmen" nicht zulässig sind. Der Verwaltungsrat würde sich gemäss Art. 24 Abs. 1 VegüV sogar strafbar machen, wenn er derartige Zahlungen versprechen würde.

– **Abgangsentschädigung bei Entlassungen**

Bisher wurde zum Teil vorgesehen, dass die Geschäftsleitungsmitglieder eine Abgangsentschädigung erhalten, wenn sie von einem Übernehmer innert einer bestimmten Frist nach Übernahme entlassen werden. Dies gab den betroffenen Managern einen Anreiz, beim Unternehmen zu bleiben bzw. kompensierte das oben beschriebene Risiko, das mit einer Übernahme verbunden ist. Derartige Zahlungen sind nicht mehr möglich, da Abgangsentschädigungen jeglicher Art gemäss Art. 20 Abs. 1 VegüV verboten sind und die Auszahlung von Art. 24 Abs. 1 VegüV unter Strafe gestellt wird.

2.2 **Zulässige Massnahmen**

Dem Verwaltungsrat bleiben in dieser Situation nur wenig Handlungsalternativen. Möglich wäre folgendes Vorgehen:

– **Stay-on-Prämien**

Der Verwaltungsrat kann theoretisch den Mitgliedern des Managements einen Bonus versprechen, wenn sie während der Übernahmeverhandlungen und einer bestimmten Zeit nach der Übernahme ihren Arbeitsvertrag nicht kündigen. Auf diese Weise entsteht zwar kein Incentive, im Sinne der Interessen der Aktionäre zu verhandeln, aber die betreffenden Manager verlas-

sen das Unternehmen wenigstens nicht. Eine derartige Zusage ist aber nur möglich, wenn die Generalversammlung ein Bonusbudget genehmigt hat, das es dem Verwaltungsrat erlaubt, derartige Spezialboni zu versprechen. Wenn kein derartiger Rahmen vorhanden ist, ist es dem Verwaltungsrat nicht möglich, der Geschäftsleitung in bindender Weise einen Stay-on-Bonus zu versprechen. Ein derartiger Bonus wäre vom guten Willen des Anbieters abhängig, der diesen dann in der Generalversammlung annehmen oder ablehnen kann.

– **Aufhebung von Restriktionen bei Beteiligungs- und Optionsplänen**

Beteiligungs- und Optionspläne geben der Geschäftsleitung grundsätzlich einen Incentive, um sich für einen hohen Übernahmepreis einzusetzen, da sie davon direkt profitieren. Beteiligungs- und Optionspläne haben diese Wirkung aber nur, wenn die Geschäftsleitungsmitglieder im Fall einer Übernahme auch tatsächlich von ihren Rechten aus Beteiligungs- und Optionsplänen profitieren können.

Beteiligungs- und Optionspläne sehen häufig vor, dass der begünstigte Arbeitnehmer nicht sofort bei Zuteilung von Beteiligungen und Optionen einen festen Rechtsanspruch erwirbt, sondern nur dann Anrecht auf die zugeteilten Aktien und Optionen hat, wenn das Arbeitsverhältnis bis zu einem bestimmten Zeitpunkt nicht gekündigt wird ("Vesting-Periode"). Um die langfristige Incentive-Wirkung sicherzustellen, wird häufig noch zusätzlich vorgesehen, dass die Optionen nicht sofort nach ihrem Erwerb ausgeübt werden können bzw. dass Aktien nach dem Erwerb nicht direkt verkauft werden können, sondern einer Haltefrist unterliegen. Auch wenn diese Fristen grundsätzlich sinnvoll sind, können sie sich bei einem übernahmegefährdeten Unternehmen sehr negativ auswirken, da die Incentive-Wirkung dahinfällt bzw. massiv verringert wird, wenn die Begünstigten davon ausgehen müssen, dass die Beendigung des Arbeitsverhältnisses bei einer Übernahme zum Wegfall der betreffenden Options- und Aktienberechtigung führt und die Haltefrist eine Einlieferung der Aktien beim Angebot verhindert. Gerade für Top Manager, bei denen die Options- und Beteiligungsprogramme häufig einen grossen Teil der Gesamtentschädigung darstellen, führt dies zu einem Verlust der Incentive-Wirkung. Um sicherzustellen, dass Beteiligungs- und Optionsprogramme auch im Übernahmefall ihre Funktion entfalten, sehen viele Unternehmen vor, dass die im Rahmen von Options- und Beteiligungsprogrammen begünstigten Arbeitnehmer im Falle einer erfolgreichen Übernahme sofortigen Rechtsanspruch auf die ihnen zugesprochenen Optionen und Aktien haben und Ausübungs- und Haltefristen dahinfallen. Vernünftigerweise werden die entsprechenden Klauseln so formuliert, dass die entsprechende Wirkung am ersten Tag der Nachfrist im Sinne von Art. 14 Abs. 5 UEV eintritt. Damit wird sichergestellt, dass die betreffenden Arbeitnehmer ihre Aktien bei einem erfolgreichen Angebot noch einliefern können. Gleichzeitig wird aber auch verhindert, dass sie durch eine Einliefe-

zung ihrer Beteiligungsrechte während der Angebotsfrist den Anbieter unterstützen.

3. Beizug von Beratern als Alternative für den Verwaltungsrat

Da das Management durch die oben dargestellten Interessenkonflikte in einem Übernahmefall weitgehend neutralisiert wird und der Verwaltungsrat nur ganz beschränkte Möglichkeiten hat, den Interessenkonflikten entgegenzuwirken bzw. um Anreize zu schaffen, dass sich die Geschäftsleitung für einen hohen Preis einsetzt, muss sich der Verwaltungsrat in den Verhandlungen im Wesentlichen auf Investmentbanker und andere Berater abstützen. Diesen Beratern kann der Verwaltungsrat in eigener Kompetenz ohne Weiteres Zahlungen versprechen, die vom Erfolg des Verkaufs abhängig sind – dieses Entschädigungsmodell ist bei Investmentbanken ja auch üblich.

Letztlich führen die Vorschriften der Vergütungsverordnung nicht nur dazu, dass das Topmanagement bei Übernahmen neutralisiert wird bzw. einen starken Incentive hat, zum Anbieter "überzulaufen", sondern auch dazu, dass sich die Vertretung der Unternehmen in derartigen Situation sehr stark zu Beratern verlagert. Die Zahlungen an Berater sind sicherlich nicht geringer als allfällige Bonus-Zahlungen und Provisionen für das Management, sie sind aber nach der Vergütungsverordnung zulässig.

L. TRANSAKTIONSVEREINBARUNG ZUR EINLEITUNG EINER "FREUNDLICHEN ÜBERNAHME"

- *Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit dem öffentlichen Angebot des Anbieters einverstanden ist, werden in einer Transaktionsvereinbarung häufig der zeitliche Ablauf und die Grundzüge der Transaktion geregelt, wobei der Anbieter in derartigen Vereinbarungen oft auch Aussagen über die weitere Entwicklung und Führung der Zielgesellschaft macht.*
- *Derartige Transaktionsvereinbarungen geben dem Anbieter keinen rechtlich durchsetzbaren Anspruch auf die Übernahme, da allein die Aktionäre der Zielgesellschaft durch Annahme oder Ablehnung seines Angebotes über den Erfolg der Übernahme entscheiden. Andererseits hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aber auch keine Möglichkeit, allfällige Zusagen, die der Anbieter bezüglich der Zukunft der Zielgesellschaft macht, durchzusetzen, da die Zielgesellschaft nach der Übernahme gar nicht mehr eigenständige Vertragspartei ist, sondern vollumfänglich vom Anbieter kontrolliert wird und der bisherige Verwaltungsrat seinen Einfluss verloren hat.*
- *Der Umstand, dass der Anbieter nach der Übernahme aufgrund der Vergütungsverordnung die Auszahlung von Boni und Salären an die Geschäftsleitung sperren kann, wird dazu führen, dass Transaktionsvereinbarungen in der Zukunft Regeln über diese Zahlungen enthalten werden.*
- *Der Inhalt einer Transaktionsvereinbarung muss im Angebotsprospekt offengelegt werden.*

Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zum Schluss kommt, dass eine Übernahme für die Zielgesellschaft strategisch sinnvoll und für ihre Aktionäre positiv ist, so schliesst er normalerweise eine Transaktionsvereinbarung ab, mit der die Rahmenbedingungen der Übernahme sowie das weitere Vorgehen der Beteiligten strukturiert werden. Zum Teil stellen Transaktionsvereinbarungen, die zu einer "freundlichen Übernahme" führen, allerdings auch Kompromisse dar, die erst möglich werden, wenn der Anbieter durch den Kauf grosser Minderheitspositionen einen entsprechend starken Druck auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ausüben kann, so dass dieser seinen Wunsch nach Selbständigkeit der Zielgesellschaft aufgibt⁶⁰².

⁶⁰² Die Erfahrung zeigt, dass tatsächlich die meisten Transaktionsvereinbarungen nur dann geschlossen werden, wenn der Anbieter von einem Grossaktionär bereits eine Aktienmehrheit bzw. eine starke Minderheitsbeteiligung übernommen hat, welche die Kontrolle ermöglicht und der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft damit vor vollendete Tatsachen gestellt wird.

1. Inhalt der Transaktionsvereinbarung

Normalerweise umfasst eine Transaktionsvereinbarung folgende Punkte:

1.1 Beschreibung der Transaktion und Eckdaten des Angebots

In der Transaktionsvereinbarung werden die einzelnen Transaktionsschritte und die Eckdaten des Angebots, wie insbesondere der Preis und die Bedingungen, unter denen das Angebot steht, definiert⁶⁰³. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verpflichtet sich dagegen, einen Bericht im Sinne von Art. 29 Abs. 1 BEHG⁶⁰⁴ abzugeben, in dem er die Annahme des Angebots zu diesen Bedingungen empfiehlt und der entsprechend in den Angebotsprospekt des Anbieters integriert werden kann.

1.2 Realisierungsschritte und Zeitplan

In der Transaktionsvereinbarung werden normalerweise auch die weiteren Schritte definiert, welche die Parteien unternehmen, um die Transaktion zu realisieren. In rein praktischer Hinsicht sollte dabei jeweils auch im Einzelnen festgelegt werden, welche Partei für die Erstellung der für die Transaktion notwendigen Dokumente verantwortlich ist.

1.3 Anordnungen über die Due Diligence

Sofern dem Angebot eine Due Diligence vorausgehen soll, in der der Anbieter die Annahmen überprüfen kann, die seinem Angebotspreis zugrunde liegen, werden Umfang der Due Diligence und Geheimhaltungspflichten des Anbieters in der Transaktionsvereinbarung festgelegt und ein Rücktrittsrecht des Anbieters definiert, falls die Due Diligence seine Annahmen nicht bestätigt⁶⁰⁵.

Häufig wird aber gerade bei öffentlichen Übernahmeangeboten auf eine eingehende Due Diligence des Anbieters bei der Zielgesellschaft verzichtet, da die Zielgesellschaft gemäss Art. 48 UEV bei konkurrenzierenden Angeboten alle Anbieter gleich behandeln und ihnen damit ebenfalls eine Due Diligence erlauben bzw. die entsprechenden Unterlagen und Informationen offenlegen muss⁶⁰⁶. Diese Pflicht zur Gleichbehandlung von Konkurrenten führt dazu, dass im Sinne einer High Level Due Diligence oft nur Informationen abgegeben werden, die nicht in den Bereich vitaler Geschäftsgeheimnisse fallen und der Umfang der Due Diligence von vornherein auf Informationen und Risiken beschränkt wird, die einen materiellen Einfluss auf den Übernahmepreis bzw. den Entscheid, ein Übernahmeangebot zu machen, haben können. Eine umfangreiche

⁶⁰³ Vgl. für ein Beispiel einer Transaktionsvereinbarung: Verfügung 499/01 der UEK vom 13. Dezember 2011 i.S. Newave Energy Holding (Sachverhalt C/E).

⁶⁰⁴ Vgl. dazu Ziff. III.E.1.1 oben.

⁶⁰⁵ Meist wird allerdings eine derartige Due Diligence vor dem Abschluss einer Transaktionsvereinbarung auf der Basis einer Absichtserklärung durchgeführt, in der dann der Umfang der Due Diligence und der Geheimhaltung definiert werden.

⁶⁰⁶ Dazu im Einzelnen Ziff. III.E.3. oben.

und detaillierte Due Diligence, wie sie bei normalen Unternehmenskäufen üblich ist, wird in der Praxis aber meist vorgenommen, wenn der Anbieter vor dem öffentlichen Angebot in einer privaten Transaktion von einem Mehrheitsaktionär ein Mehrheitspaket erwirbt und sich deshalb das Problem konkurrierender Offerten gar nicht stellen kann. Die Due Diligence wird in diesem Fall aber meist bereits vor der Übernahme des Mehrheitspaketes durchgeführt.

1.4 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. Häufig wird gerade der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf derartigen Bestimmungen insistieren, um auf diese Weise für die Zielgesellschaft und ihre Mitarbeiter eine optimale Lösung sicherzustellen. Derartige Bestimmungen sind bei entsprechender Formulierung zwar rechtlich gültig, faktisch sind sie aber nicht durchsetzbar, wenn das Übernahmeangebot erfolgreich ist, weil die Zielgesellschaft, die dann vom Anbieter beherrscht wird, jederzeit auf die Durchsetzung ihrer Rechte aus der Transaktionsvereinbarung verzichten kann.

1.5 Bestimmungen über den Verwaltungsrat

Gerade wenn bei einer freundlichen Übernahme in wirtschaftlicher Sicht die Kombination der Unternehmen im Vordergrund steht, enthalten Transaktionsvereinbarungen auch Bestimmungen über die Wahl von Verwaltungsratsmitgliedern der Zielgesellschaft in den Verwaltungsrat des Anbieters, um so die Kontinuität der Unternehmen und ihre Zusammenarbeit darzustellen. Auch derartige Bestimmungen sind rechtlich nicht durchsetzbar, da die Wahl der Verwaltungsratsmitglieder allein von der Zustimmung der Generalversammlung des Anbieters abhängt, so dass letztlich nur zugesichert werden kann, dass die betreffenden Personen zur Wahl vorgeschlagen werden, aber nicht dass sie tatsächlich gewählt werden.

Zusagen über die weitere Beschäftigung von Verwaltungsratsmitgliedern oder sogar über die Wahl in den Verwaltungsrat des Anbieters führen dazu, dass die betreffenden Verwaltungsratsmitglieder bezüglich der Übernahme einen Interessenkonflikt haben, da ihnen diese letztlich Vorteile bringt. Diese Interessenkonflikte müssen im Bericht des Verwaltungsrates zum öffentlichen Angebot offengelegt⁶⁰⁷ und in der Entscheidungsfindung des Verwaltungsrates berücksichtigt werden, d. h. zwingen die betroffenen Personen zum Ausstand⁶⁰⁸, wenn der Verwaltungsrat über seine Stellungnahme zum öffentlichen Angebot entscheidet.

⁶⁰⁷ Dazu im Einzelnen oben Ziff. III.E.1.1.4.

⁶⁰⁸ Dazu im Einzelnen oben Ziff. III.E.1.1.4.

1.6 Bestimmungen über die Managementstruktur und die Weiterbeschäftigung von Arbeitnehmern

Soweit in einer Transaktionsvereinbarung Aussagen über die Managementstruktur der zusammengeschlossenen Gesellschaft und die Weiterbeschäftigung von Management und Mitarbeitern gemacht werden, wird dies normalerweise nur als Absichtserklärung formuliert, um zu vermeiden, dass die Betroffenen aus der Transaktionsvereinbarung Recht auf Weiterbeschäftigung bzw. auf bestimmte Positionen ableiten können, weshalb die betreffenden Bestimmungen meist schon aus diesem Grund von vornherein nicht durchsetzbar sind. Soweit diese Punkte in einer Transaktionsvereinbarung nicht als bloße Absichtserklärung sondern als vertragliche Rechte formuliert werden, werden im Allgemeinen direkte Ansprüche Dritter ausgeschlossen, so dass die Zielgesellschaft nach der Übernahme auf die betreffenden vertraglichen Verpflichtungen des Anbieters verzichten kann, während die direkt betroffenen Manager und Mitarbeiter keine Rechte geltend machen können.

1.7 Bestimmungen über Bonuszahlungen und Salär der Geschäftsleitung

Wie vorne in Ziff. III.K.1.1 dargestellt, sind die Zahlungen an die Geschäftsleitung aufgrund der Bestimmungen der Vergütungsverordnung im Fall einer Übernahme gefährdet – das Management kann in den wenigsten Fällen damit rechnen, dass es die in Aussicht gestellten Bonuszahlungen tatsächlich erhält und muss zum Teil auch davon ausgehen, dass das Fixsalär während der Kündigungsfrist nicht bezahlt wird. Der Anbieter kann nach Übernahme der Aktienmehrheit in der Generalversammlung Beschlüsse fassen, die eine Auszahlung verunmöglichen. Es ist anzunehmen, dass in zukünftigen Transaktionsvereinbarungen diese Zahlungen geregelt werden. M.E. sind derartige Vereinbarungen zulässig, da der Anbieter als zukünftiger Aktionär selbst darüber entscheiden kann, ob er derartige Verpflichtungen eingehen will oder nicht. Die Bestimmungen der Vergütungsverordnung werden nicht verletzt.

Auch diese Bestimmungen der Transaktionsvereinbarungen müssen im Angebotsprospekt offengelegt werden. Es ist anzunehmen, dass die Aktionäre diese Vereinbarung kaum schätzen werden, da sie natürlich klar macht, dass die Geschäftsleitung vom Anbieter bezahlt wird und dementsprechend auch die Loyalität der Geschäftsleitung eher beim Anbieter als bei den Aktionären liegt. Letztlich ist dies aber einfach eine Konsequenz der Vergütungsverordnung und muss von den Aktionären in Kauf genommen werden. Die Beteiligten sollten darauf achten, dass derartige Bestimmungen so ausgestaltet werden, dass sie nicht nur rechtlich verbindlich sind, sondern dass sich auch die Manager im Sinne eines Vertrages zu Gunsten Dritter darauf berufen können.

1.8 Verhalten bei Konkurrenzangeboten

Normalerweise wird vorgesehen, dass sich die Parteien bei Konkurrenzangeboten gegenseitig konsultieren und die weiteren Schritte im Hinblick auf das Konkurrenzangebot erörtern. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann

sich aber nicht dazu verpflichten, sämtliche Konkurrenzangebote abzulehnen und alle statutarischen Abwehrmöglichkeiten gegen Konkurrenzangebote einzusetzen, da er aufgrund seiner Pflicht zur Wahrung der Gesellschaftsinteressen gemäss Art. 717 Abs. 1 OR gezwungen ist, ein Konkurrenzangebot, das sowohl für das Unternehmen wie auch für seine Aktionäre deutlich besser ist, den Aktionären zur Annahme zu empfehlen. Überdies ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch durch das in Ziff. III.E.3. dargestellte Gebot zur Gleichbehandlung von konkurrierenden Offerten⁶⁰⁹ gezwungen, konkurrierenden Anbietern die gleichen Informationen zukommen zu lassen wie dem Anbieter, der das erste Angebot lanciert hat und diese Konkurrenten auch im Hinblick auf die Anwendung statutarischer Abwehrbestimmungen gleich zu behandeln wie den Erstanbieter.

Aufgrund der in Ziff. III.G.6. dargelegten Überlegungen darf der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in einer Transaktionsvereinbarung auch keine Lock-up-Bestimmungen, d. h. für den Fall eines erfolgreichen Gegenangebotes hohe Konventionalstrafen oder sogar den Verkauf bestimmter, wertvoller Tochtergesellschaften vereinbaren. Derartige Vereinbarungen sind, wie oben in Ziff. III.G.6. dargestellt, meist ungültig und setzen den Verwaltungsrat überdies auch einem erheblichen Haftungsrisiko aus.

1.9 Break-up Fees / Transaktionskosten

Zum Teil wird in Transaktionsvereinbarungen vorgesehen, dass die Zielgesellschaft dem Anbieter eine Entschädigung zu zahlen hat, wenn das Angebot nicht erfolgreich ist⁶¹⁰. Derartige Vereinbarungen sind rechtlich problematisch, wenn die Beträge so hoch sind, dass die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre eingeschränkt oder ein Dritter von der Übernahme der Zielgesellschaft abgeschreckt wird, da dies das Prinzip des freien Wettbewerbs und der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre der Zielgesellschaft verletzen würde⁶¹¹.

Nach der Praxis der Übernahmekommission ist eine Break-up Fee daher nur zulässig, wenn die Höhe der Entschädigung im Vergleich zur Gesamttransakti-

⁶⁰⁹ Art. 47 ff. UEV.

⁶¹⁰ Zum Teil wird allerdings auch vorgesehen, dass die betreffende Summe nur bezahlt werden soll, wenn ein Dritter das Angebot überbietet.

⁶¹¹ Vgl. Verfügung 450/01 der UEK vom 20. August 2010 i.S. Day Software (E. 8); vgl. Verfügung 418/01 der UEK vom 7. Juli 2009 i.S. BB Medtech (E. 11); vgl. Empfehlung der UEK vom 23. März 2006 i.S. Amazys (E. 9); vgl. Verfügung 463/01 der UEK vom 21. Dezember 2010 i.S. Winterthur Technologie (E. 8); vgl. Verfügung 477/02 der UEK vom 15. Juli 2011 i.S. Absolute Equity (E. 1).

onssumme bescheiden ist⁶¹² und die Kosten, welche dem Anbieter mit dem Angebot entstehen, nicht übersteigt⁶¹³

1.10 Geheimhaltung

In einer Transaktionsvereinbarung verpflichten sich die Parteien normalerweise zur strikten Geheimhaltung der Transaktion bis zur Veröffentlichung des Angebots. 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 verpflichten⁶¹⁴.

Die Tatsache, dass eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen worden ist, muss von der Zielgesellschaft gemäss Art. 72 KR grundsätzlich bekannt gegeben werden, da diese Tatsache zu einer erheblichen Änderung der Börsenkurse führen kann⁶¹⁵. Gemäss Art. 72 Abs. 2 KR darf die Bekanntgabe einer derartigen Tatsache zwar aufgeschoben werden, wenn dies im Interesse der betroffenen Gesellschaft liegt⁶¹⁶. Ein Aufschub der Bekanntgabe ist allerdings nur solange zulässig, als die betreffende Tatsache tatsächlich geheim gehalten wird. Dies führt dazu, dass die Transaktion offengelegt werden muss, sobald konkrete Informationen über die Transaktion an die Öffentlichkeit gelangen⁶¹⁷, d. h. ein Leck entsteht.

Um die Geheimhaltung in der Praxis sicherzustellen, empfiehlt es sich, die Zahl von Mitarbeitern und Beratern, die in das Projekt einbezogen werden, möglichst gering zu halten und diese auch mittels Geheimhaltungserklärungen in die Geheimhaltung einzubinden.

1.11 Kommunikation

Um den Erfolg des Angebots sicherzustellen, muss die Kommunikation von Anbieter und Zielgesellschaft koordiniert werden. In diesem Sinne empfiehlt es sich, bereits im Zusammenhang mit der Transaktionsvereinbarung einen Kommunikationsplan zu definieren und möglichst frühzeitig gemeinsame

⁶¹² 1-2%; vgl. Verfügung 463/01 der UEK vom 21. Dezember 2010 i.S. Winterthur Technologie (E. 8); vgl. Verfügung 477/02 der UEK vom 15. Juli 2011 i.S. Absolute Private Equity (E. 1).

⁶¹³ Vgl. Verfügung 450/01 der UEK vom 20. August 2010 i.S. Day Software (E. 8); vgl. Verfügung 463/01 der UEK vom 21. Dezember 2010 i.S. Winterthur Technologie (E. 8); vgl. Verfügung 477/02 der UEK vom 15. Juli 2011 i.S. Absolute Private Equity (E. 1).

⁶¹⁴ Vgl. dazu Walder Wyss Broschüre "Kotierung an der SIX".

⁶¹⁵ Das Gleiche gilt auch für den Anbieter, sofern es sich ebenfalls um eine an der SWX kotierte Gesellschaft handelt.

⁶¹⁶ Diese Voraussetzung ist im Allgemeinen zwischen dem Abschluss der Transaktionsvereinbarung bis zur Bekanntgabe des Angebotes erfüllt, da es im Interesse der beteiligten Gesellschaften liegt, dass das Angebot fachgerecht vorbereitet wird und insbesondere sichergestellt wird, dass es den gesetzlichen Anforderungen entspricht.

⁶¹⁷ Zur Problematik der Geheimhaltung und allfälliger Lecks siehe Walder Wyss Broschüre "Kotierung an der SIX" Ziff. D.2.7., insbesondere D.2.7.1. und D.2.7.2.

Communiqués auszuarbeiten.

Da die oben dargestellte Verpflichtung zur Ad hoc-Publizität die beteiligten Unternehmen dazu zwingen kann, die geplante Transaktion bzw. den Abschluss einer Transaktionsvereinbarung früher als geplant offenzulegen, wenn es während der Vorbereitung zur Transaktion zu einem Informationsleck kommt, empfiehlt es sich, auch ein "Crisis Communication Concept" zu erstellen, das in einem derartigen Fall eine schnelle Reaktion ermöglicht⁶¹⁸.

2. Verbindlichkeit von Transaktionsvereinbarungen

Ein Übernahmevertrag tritt normalerweise mit der Genehmigung durch die Verwaltungsräte von Anbieter und Zielgesellschaft in Kraft. Auch nach der Zustimmung der Verwaltungsräte hat ein derartiger Vertrag aber nur eine beschränkte Wirkung, da die Übernahme von den individuellen Verkaufsentscheidungen der Aktionäre der Zielgesellschaft abhängt und der Übernahmevertrag allein keine Übernahme bewirken kann. Damit hat eine Transaktionsvereinbarung in Bezug auf die Übernahme selbst immer nur den Charakter einer Absichtserklärung. Die Parteien können zwar rechtlich durchsetzbare Pflichten im Bezug auf die Vornahme von Vorbereitungshandlungen eingehen; die Übernahme selbst kann auf dieser Ebene aber nicht verbindlich vereinbart werden.

Wie oben in Ziff. III.L.1.4 und Ziff. III.L.1.5 dargestellt, hat der Vertrag auch bezüglich der Zusicherung, die der Anbieter allenfalls bezüglich Organisation, Struktur und Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft nach der Übernahme macht, nur eine beschränkte Wirkung, da der Anbieter nach Übernahme der Kontrolle über die Zielgesellschaft dafür sorgen kann, dass die Zielgesellschaft auf die entsprechenden Vertragsbestimmungen verzichtet.

⁶¹⁸ Vgl. dazu Walder Wyss Broschüre "Kotierung and der SIX" Ziff. D.2.7.2 f.

IV. STEUERFRAGEN BEI ÖFFENTLICHEN ÜBERNAHMEANGEBOTEN

A. TRANSAKTIONSSTRUKTUREN UND AKTIONÄRSKATEGORIEN

- *Die Besteuerung der Aktionäre, die ein öffentliches Angebot annehmen, richtet sich sowohl nach der Transaktionsstruktur wie auch nach dem Steuerstatus des Aktionärs.*
- *Bezüglich Transaktionsstruktur weisen folgende Varianten steuerliche Unterschiede auf:*
 - *Barangebot;*
 - *Tauschangebot; und*
 - *Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft.*
- *Bei den Aktionären müssen dagegen folgende Kategorien unterschieden werden:*
 - *Natürliche Person mit Wohnsitz in der Schweiz, Aktien im Privatvermögen;*
 - *Natürliche Person mit Wohnsitz in der Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen;*
 - *Kapitalgesellschaften mit Sitz in der Schweiz;*
 - *Von Steuern befreite institutionelle Anleger mit Sitz in der Schweiz; und*
 - *Ausländische Aktionäre.*

Ein öffentliches Übernahmeangebot richtet sich an eine grosse Zahl von Aktionären, deren steuerliche Situation unterschiedlich ist. Bei der Beurteilung der steuerlichen Folgen eines öffentlichen Übernahmeangebotes müssen daher die Steuerfolgen bei den verschiedenen Aktionären analysiert werden, wobei die Transaktionsstruktur für jede einzelne Kategorie von Aktionären unterschiedliche Folgen haben kann. Diese Analyse ist wesentlich, um festzustellen, ob ein bestimmtes Übernahmeangebot für die Aktionäre der Zielgesellschaft attraktiv ist oder ob es durch ungünstige steuerliche Konsequenzen unattraktiv wird. Die Steuerplanung für den Anbieter ist dagegen weniger vielschichtig, da sie nur von seiner eigenen steuerlichen Situation abhängt. Für ihn stellen sich damit die gleichen Fragen wie bei jedem Unternehmenskauf.

1. Transaktionsstrukturen

Die folgenden Transaktionsvarianten weisen in steuerlicher Hinsicht relevante Unterschiede auf, weshalb sie bei der nachfolgenden Analyse der steuerlichen Konsequenzen jeweils einzeln behandelt werden:

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 hat.

1.2 Tauschangebot

Erhält der Aktionär der Zielgesellschaft bei einem Tauschangebot Aktien des Anbieters, so liegt in steuerlicher Hinsicht kein Verkauf sondern eine fusionsähnliche Transaktion vor, bei welcher der Aktionär der Zielgesellschaft seine Beteiligung in wirtschaftlicher Sicht fortsetzt. Wegen der Kontinuität der Beteiligung führt die Annahme eines Tauschangebotes – anders als bei einem Verkauf – im Allgemeinen nicht zu einer steuerlichen Realisierung der in Vollzug des Tauschangebotes eingelieferten Aktien.

Tauschangebote, bei denen der Aktionär der Zielgesellschaft keine Aktien erhält, sondern Obligationen, Notes oder Optionen, werden steuerlich dagegen wie Barangebote als Verkauf behandelt, da der Aktionär bei diesen Transaktionen seine Beteiligung in wirtschaftlicher Sicht nicht fortsetzt und somit den Aktienwert in steuerlicher Hinsicht realisiert.

Führt die übernehmende Gesellschaft zunächst ein Tauschangebot durch und absorbiert sie danach die Zielgesellschaft durch eine Fusion, so wird die gesamte Transaktion steuerlich als Fusion behandelt, sofern die Absorptionsfusion innert fünf Jahren nach dem Vollzug des Tauschangebotes vollzogen wird⁶¹⁹. Wie unten in Ziff. IV.B.2.1. dargestellt, hat diese Umqualifikation einschneidende Folgen für die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft, soweit es sich um in der Schweiz domizilierte Privatpersonen handelt, die 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 dar⁶²⁰. In steuerlicher Hinsicht unterscheidet sich der Rückkauf eigener Aktien jedoch stark von Bar- oder Tauschangeboten, da die Aktionäre beim Rückkauf eigener Aktien eine Leistung der Gesellschaft erhalten, während sie bei Tausch- oder Barangeboten eine Leistung eines Dritten erhalten. Bei Privatpersonen mit Wohnsitz in der Schweiz, welche die entsprechenden Aktien im Privatvermögen halten, gilt diese Leistung der Gesellschaft – soweit sie den Nennwert der verkauften Aktien übersteigt – als Ausschüttung und wird dementsprechend wie eine

⁶¹⁹ Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45.

⁶²⁰ Vgl. dazu oben Ziff. III.H.4.

Dividendenzahlung besteuert⁶²¹.

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 Vermögen eine Sonderdividende zahlt. Derartige Ausschüttungen unterstehen denselben steuerlichen Regeln wie normale Dividenden.

2. Aktionärskategorien

Die steuerlichen Auswirkungen einer Transaktion hängen 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;
- Kapitalgesellschaften, Domizil Schweiz;
- Steuerbefreite institutionelle Investoren, Domizil Schweiz; und
- Ausländische Aktionäre.

Wie in den folgenden Kapiteln B bis E zu zeigen ist, haben die verschiedenen Transaktionsstrukturen unterschiedliche Auswirkungen auf diese Aktionärskategorien, wobei zum Teil Transaktionen, die für eine Kategorie eher unattraktiv sind, für eine andere sehr attraktiv sein können.

3. Steuerbefreite institutionelle Investoren mit Sitz in der Schweiz

Verschiedene juristische Körperschaften des öffentlichen Rechts, wie insbesondere Gemeinden, Kantone und auch viele öffentlich-rechtliche Anstalten, sind von Gewinnsteuern befreit. Von Gewinnsteuern befreit sind vor allem aber auch Pensionskassen und Anlagestiftungen von Pensionskassen von schweizerischen Unternehmen, die im Kapitalmarkt heute als institutionelle Investoren grosse Bedeutung haben.

Die steuerbefreiten schweizerischen institutionellen Investoren zahlen weder auf Kapitalgewinnen noch auf Ausschüttungen die Gewinnsteuer. Da sie ausserdem berechtigt sind, die Verrechnungssteuer vollumfänglich zurückzufordern, sind sie von sämtlichen sonst für Aktionäre relevanten Steuern befreit.

⁶²¹ Vgl. dazu unten Ziff. IV.B.3.1.

B. EINKOMMENS- UND GEWINNSTEUERN

- *Steuerfolgen eines Barangebotes:*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen: Keine Besteuerung (Ausnahme: indirekte Teilliquidation).*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen: Einkommenssteuern und Sozialversicherungsabgaben auf der Differenz zwischen Kaufpreis und Buchwert.*
 - *Kapitalgesellschaft, Sitz in der Schweiz: Gewinnsteuer auf der Differenz zwischen Kaufpreis und Buchwert; Beteiligungsabzug, falls die verkaufte Beteiligung 20% übersteigt und deren Besitzdauer bei der Kapitalgesellschaft länger als ein Jahr war.*
 - *Ausländischer Aktionär: Keine Besteuerung in der Schweiz.*

- *Steuerfolgen eines Tauschangebetes:*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen: Keine Besteuerung.*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen: Keine Besteuerung, wenn die Voraussetzungen einer fusionsähnlichen Transaktion ("Quasifusion") erfüllt sind; Besteuerung der Differenz zwischen dem Verkehrswert der neuen und dem Buchwert der alten Aktien bei Tausch in allen anderen Fällen.*
 - *Kapitalgesellschaft, Sitz in der Schweiz: Keine Besteuerung bei Tausch in Aktien, wenn die Voraussetzungen einer fusionsähnlichen Transaktion ("Quasifusion") erfüllt sind; Besteuerung der Differenz zwischen dem Verkehrswert der neuen und dem Buchwert der alten Aktien bei Tausch in allen anderen Fällen; Beteiligungsabzug wenn die eingetauschte Beteiligung 20% übersteigt und die Besitzdauer länger als ein Jahr war.*
 - *Ausländischer Aktionär: Keine Besteuerung in der Schweiz.*

- *Steuerfolgen eines Rückkaufangebotes durch die Gesellschaft:*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen: Besteuerung der Differenz zwischen Kaufpreis und Nominalwert; keine Besteuerung, wenn die Gesellschaft weniger als 10% ihrer Aktien erwirbt und diese innert sechs Jahren weiterveräussert.*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen: Besteuerung der Differenz zwischen Kaufpreis und Buchwert.*
 - *Kapitalgesellschaft, Sitz in der Schweiz: Besteuerung der Differenz zwischen Kaufpreis und Buchwert; Beteiligungsabzug, falls Beteiligung grösser als CHF 2 Mio. bzw. grösser als 20% und die zurückgekauften Aktien in einer Kapitalherabsetzung vernichtet werden.*
 - *Ausländischer Aktionär: Keine Besteuerung in der Schweiz; eine allfällige Verrechnungssteuer wird jedoch zur Endbelastung, sofern die Verrechnungssteuer nicht gemäss Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) reduziert wird.*

1. Barofferten

Bei einer Barofferte ergeben sich für die Aktionäre folgende steuerlichen Konsequenzen:

1.1 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen

Wenn eine natürliche Person für Aktien, die sie in ihrem Privatvermögen hält, 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 steuerfrei bleibt. Sollte die Annahme des Barangebotes dagegen zu einem Verlust führen, so stellt dieser Verlust ebenfalls das Resultat privater Kapitalanlage dar und kann entsprechend nicht vom steuerbaren Einkommen abgezogen werden. Sollte die Zielgesellschaft vor dem Angebot noch eine Dividende ausschütten, so stellt diese – wie sämtliche anderen Ausschüttungen – steuerbares Einkommen im Sinne von Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG und Art. 7 Abs. 1 StHG dar⁶²².

Der Grundsatz, dass im Rahmen des Privatvermögens realisierte Kapitalgewinne steuerfrei sind, wird allerdings durchbrochen, wenn eine indirekte Teilliquidation im Sinne von Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7a Abs. 1 StHG vorliegt. Diese Besteuerung greift, wenn folgende Bedingungen erfüllt werden:

– Verkauf einer Beteiligung von mindestens 20%

Zur Besteuerung kann es von vornherein nur kommen, wenn eine Beteiligung von mindestens 20% verkauft wird. Wenn eine kleinere Beteiligung verkauft wird, kann es dagegen nicht zur Besteuerung kommen, d. h. der Gewinn des Verkäufers bleibt auch dann steuerfrei, wenn die übrigen unten dargestellten Voraussetzungen für die Anwendung von Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7a Abs. 1 StHG erfüllt sind. Die Zwanzig-Prozent-Hürde wird nicht nur überschritten, wenn ein einzelner Aktionär über 20% des Aktienkapitals einer Gesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebotes verkauft, sondern auch, wenn mehrere Verkäufer zusammen über 20% verkaufen. Da der gemeinsame Verkauf von 20% aber eine gemeinsame Willensbildung erfordert, genügt der Umstand, dass die betreffenden Personen gleichzeitig ein öffentliches Angebot annehmen, nicht, um einen gemeinsamen Verkauf im Sinne von Art. 20 Abs. 1 lit. c DGB bzw. Art. 7 Abs. 1 StHG zu begründen⁶²³. Nur wenn die betreffenden Aktionäre im Hinblick auf das Angebot zusammen-

⁶²² Hält eine natürliche Person als Aktionär mindestens 10% des Kapitals einer Gesellschaft, so reduziert sich der steuerbare Betrag gemäss Art. 20 Abs. 1^{bis} DBG auf 60% der betreffenden Ausschüttung; die meisten Kantone haben auf der Basis von Art. 7 Abs. 1 StHG ähnliche Regelungen vorgesehen.

⁶²³ Kreisschreiben der Eidgenössische Steuerverwaltung Nr. 14 vom 6. November 2007, Ziff. 4.2.

wirken, indem sie z.B. vorgängig ein Syndikat gebildet haben, das mit dem Anbieter über das Angebot verhandelt hat, kann die Zwanzig-Prozent-Grenze durch die gemeinsame Annahme des öffentlichen Angebotes überschritten werden.

Verkauft ein Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären eine Beteiligung von 20% oder mehr, so kann dies nur zur Besteuerung der betreffenden Aktionäre selbst führen. Andere Aktionäre, die das öffentliche Angebot ohne aktives Zusammenwirken mit der betreffenden Aktionärsgruppe annehmen, werden dadurch nicht steuerbar.

– **Öffentliches Angebot durch eine buchführungspflichtige Person**

Gemäss Art. 20a Abs. 1 lit. a DGB bzw. Art. 7a Abs. 1 StHG kann es nur zu einer indirekten Teilliquidation kommen, wenn das öffentliche Angebot durch eine buchführungspflichtige Person gemacht wird, d. h. eine in- oder ausländische Gesellschaft oder eine Privatperson, welche die Aktien für ihr Geschäftsvermögen kauft. Diese Bedingung ist bei fast allen Transaktionen erfüllt, da öffentliche Angebote normalerweise so strukturiert werden, dass entweder eine bereits vorhandene Holdinggesellschaft oder eine speziell gegründete Akquisitionsgesellschaft das Angebot macht.

– **Bestand von ausschüttungsfähigen Reserven und nicht betriebsnotwendigen Mitteln im Zeitpunkt des Verkaufs**

Die Besteuerung nach Art. 20 Abs. 1 lit. a bzw. Art. 7a Abs. 2 StHG kann nur Platz greifen, wenn die Zielgesellschaft im Zeitpunkt des Verkaufes ausschüttungsfähige Reserven und nicht betriebsnotwendige Mittel hat. Als handelsrechtlich ausschüttungsfähige Reserven gilt das Eigenkapital, das in der letzten vor dem Verkaufszeitpunkt liegenden handelsrechtlichen Bilanz ausgewiesen wird, unter Abzug des Aktienkapitals sowie der maximal möglichen gesetzlichen Reserven⁶²⁴. Ob betriebsnotwendige Substanz vorhanden ist, beurteilt sich nach betriebswirtschaftlichen Kriterien und einer konsolidierten Betrachtung; als nicht betriebsnotwendige Substanz gelten dabei insbesondere nicht betrieblich genutzte Liegenschaften, Wertschriften, die als Kapitalanlage gehalten werden, und Liquidität, die über das für die Betriebsführung notwendige Mass hinaus geht.

– **Ausschüttung von bestehenden Reserven innert fünf Jahren**

Die Besteuerung wird dadurch ausgelöst, dass die verkaufte Gesellschaft innert fünf Jahren nach der Transaktion Reserven ausschüttet, welche bereits im Zeitpunkt des Verkaufes bestanden haben. Werden Ausschüttungen dagegen zu Lasten von Gewinnen vorgenommen, die nach dem Zeitpunkt der Veräusserung erzielt werden, kann es nicht zu einer Besteuerung kommen.

⁶²⁴ Bei der Beurteilung der ausschüttungsfähigen Reserven wird allein auf den handelsrechtlichen Abschluss der Zielgesellschaft und nicht auf eine konsolidierte Betrachtung abgestellt.

Die Ausschüttung kann dadurch vorgenommen werden, dass formell eine Dividende zu Lasten der bereits im Verkaufszeitpunkt bestehenden Reserven ausgeschüttet wird. Letztlich löst aber jeder Vorgang, der zu einer Auflösung der Reserven der Zielgesellschaft und zu einem Transfer der betreffenden Mittel zur Käuferin führt, eine Besteuerung aus. Daher lösen insbesondere die Liquidation der gekauften Gesellschaft, die Fusion zwischen Käuferin und gekaufter Gesellschaft sowie in gewissem Mass auch Darlehensfinanzierungen und Sicherheiten aus den Mitteln der gekauften Gesellschaft eine Besteuerung aus⁶²⁵.

1.2 Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen

Natürliche Personen, die Aktien im Geschäftsvermögen⁶²⁶ halten und diese durch Annahme eines Barangebotes verkaufen, realisieren mit diesem Verkauf einen steuerbaren Gewinn in Höhe der Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem steuerlich massgebenden Buchwert⁶²⁷. Dieser Gewinn unterliegt den Sozialversicherungsabzügen⁶²⁸ und den normalen Einkommenssteuern. Sofern bei der Annahme des Barangebotes ein Verlust realisiert wird, da der Verkaufspreis unter dem steuerlich massgebenden Buchwert liegt, kann dieser Verlust vom steuerbaren Einkommen abgezogen werden.

Schüttet die übernommene Gesellschaft vor der Übernahme noch eine Dividende aus, so gilt diese ebenfalls als normales Einkommen, das Sozialversicherungsabzügen und Einkommenssteuern unterliegt⁶²⁹.

1.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz

Nimmt eine Kapitalgesellschaft für die ihr gehörenden Aktien der Zielgesellschaft eine Barofferte an, so realisiert sie einen Kapitalgewinn in Höhe der Dif-

⁶²⁵ Die Darlehensfinanzierung der Käuferin durch die Zielgesellschaft bzw. die Sicherung des Kaufpreises durch Verpfändung der Aktiven der Zielgesellschaft führt nur insoweit zur Besteuerung, als die Anbieterin nicht aufgrund von Business Plänen darlegen kann, dass diese Verschuldung innert einer vernünftigen Frist (sieben bis zehn Jahre) amortisiert werden kann.

⁶²⁶ Zum Geschäftsvermögen gehören alle Aktiven, die zur Ausübung einer selbständigen Tätigkeit dienen, sei dies im Rahmen einer Einzelfirma oder einer Personengesellschaft. Zusätzlich zu denjenigen in der Buchhaltung einer Einzelfirma bzw. Personengesellschaft aufgeführten Aktien gehören zum Geschäftsvermögen auch Aktien, die indirekt der Geschäftstätigkeit dienen, weil sie zum Beispiel für Betriebskredite verpfändet worden sind oder es sich um Aktien einer Gesellschaft handelt, die einen engen sachlichen Zusammenhang mit der selbständigen Tätigkeit haben. Aktien befinden sich aber auch dann im Geschäftsvermögen, wenn die betreffende Privatperson für die Zwecke der Einkommenssteuer als "gewerbmässiger Wertpapierhändler" betrachtet wird, weil sie sehr viele Transaktionen abwickelt, die einzelne Positionen nur kurzfristig hält, und sich in erheblichem Masse durch Kredite finanziert oder berufliche Kenntnisse für ihre Tätigkeit ausnützt.

⁶²⁷ Kaufpreis abzüglich Abschreibungen oder Rückstellungen, die aufgrund des Verkaufes aufgelöst werden müssen, erhöhen das steuerbare Einkommen ebenfalls.

⁶²⁸ Die Sozialversicherungsabzüge können vom steuerbaren Einkommen abgezogen werden.

⁶²⁹ Hält ein Aktionär in seinem Geschäftsvermögen mindestens 10% des Kapitals der betreffenden Gesellschaft, so reduziert sich der steuerbare Betrag gemäss Art. 18b Abs. 1 DBG auf 50% des ausgeschütteten Betrages. Die meisten Kantone haben ähnliche Reduktionen vorgesehen.

ferenz zwischen dem Verkaufspreis und dem steuerlich massgebenden Buchwert. Dieser Gewinn unterliegt den normalen Gewinnsteuern, die jedoch, wie im Folgenden dargestellt, durch den Beteiligungsabzug sowie durch Holding- oder Domizilgesellschaftsprivileg reduziert werden können.

Sollte der Verkauf zu einem Verlust führen, da der Verkaufspreis unter dem steuerlich massgebenden Buchwert liegt, so kann dieser Verlust vom steuerbaren Gewinn abgezogen werden. Zahlt die Zielgesellschaft vor der Übernahme eine Dividende an ihre Aktionäre, so stellt diese Dividende ebenfalls einen steuerbaren Ertrag der betreffenden Kapitalgesellschaft dar.

1.3.1 Der Beteiligungsabzug

Diese Besteuerung von Kapitalgewinnen und Ausschüttungen wird jedoch insoweit durchbrochen bzw. massiv reduziert, als die betreffende Kapitalgesellschaft den Beteiligungsabzug geltend machen kann:

– Beteiligungsabzug bei Ausschüttungen

Bezüglich Ausschüttungen kann der Beteiligungsabzug gemäss Art. 69 DBG und Art. 28 Abs. 1 StHG⁶³⁰ geltend gemacht werden, wenn die Beteiligung mindestens 20% des Kapitals der betreffenden Gesellschaft umfasst oder sich der Marktwert der Beteiligung auf mindestens CHF 2 Mio. beläuft.

– Beteiligungsabzug bei Kapitalgewinnen

Vom Beteiligungsabzug profitiert allerdings nur der Kapitalgewinn, der über den Anschaffungspreis bzw. den Buchwert per 1. Januar 1997 hinausgeht; wieder aufgeholte Abschreibungen sowie die Auflösung von Rückstellungen auf der Beteiligung gelten nicht als Kapitalgewinn, der unter den Beteiligungsabzug fällt, sondern müssen normal besteuert werden.

Auch bei Kapitalgewinnen kann der Beteiligungsabzug gemäss Art. 70 Abs. 4 DBG und Art. 28 Abs. 1^{bis} StHG geltend gemacht werden, wenn eine Beteiligung von mindestens 20% an der betreffenden Gesellschaft verkauft wird, welche von der betreffenden Kapitalgesellschaft für mindestens ein Jahr gehalten worden ist.

Der Beteiligungsabzug hat zur Folge, dass die gesamten Steuern in dem Verhältnis reduziert werden, in dem die Nettobeteiligungserträge zum Gesamtgewinn stehen:

$$\frac{\text{Steuern nach Beteiligungsabzug}}{\text{Steuern auf gesamtem Reingewinn vor Beteiligungsabzug}} = \left(1 - \frac{\text{Nettobeteiligungsertrag}}{\text{Gesamtgewinn}} \right)$$

⁶³⁰ Die Bestimmung des Steuerharmonisierungsgesetzes über den Beteiligungsabzug sind in allen kantonalen Steuergesetzen umgesetzt worden.

Der Nettobeteiligungsertrag entspricht gemäss Art. 70 Abs. 1 DBG bzw. Art. 28 Abs. 1 StHG dem Ertrag dieser Beteiligung⁶³¹ abzüglich des darauf entfallenden Finanzierungsaufwandes und eines Beitrages in der Höhe von 5% des Beteiligungsertrages an die Deckung des Verwaltungsaufwandes⁶³². Als Finanzierungsaufwand gelten dabei Schuldzinsen sowie weiterer Aufwand, der wirtschaftlich den Schuldzinsen gleichzustellen ist⁶³³. Der gesamte Finanzierungsaufwand des Unternehmens muss dabei proportional zu den Aktiven verlagert werden, d. h. den Beteiligungen wird ein Anteil zugerechnet, der ihrem Anteil an den Gesamtktiven der Gesellschaft entspricht. Der Beteiligungsabzug führt aufgrund dieser Berechnung normalerweise zu einer Besteuerung von Kapitalgewinnen und Ausschüttungen, die einem Bruchteil des normalen Steuersatzes entsprechen.

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 Transaktion mit einem hohen Ausschüttungsbestandteil strukturiert wird oder aber sogar in Form einer direkten Teilliquidation (dazu Ziff. IV.B.3.3. unten) durchgeführt wird.

1.3.2 Steuerstatus

Die Besteuerung von Kapitalgesellschaften hängt ausserdem 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 kann⁶³⁴.

1.4 Ausländische Aktionäre

Aktionäre, die im Ausland domiziliert sind, unterliegen nicht den schweizerischen Einkommens- oder Gewinnsteuern, da der Besitz von Aktien eines schweizerischen Unternehmens keinen Anknüpfungspunkt für Einkommens- und Gewinnsteuern darstellt. Nur wenn ein ausländischer Aktionär in der Schweiz über eine Betriebsstätte verfügt, werden Veräusserungsgewinne und allfällige Dividendeneinkünfte in der Schweiz besteuert, sofern die betreffenden Aktien als Aktiven dieser Betriebsstätte betrachtet werden müssen. Selbstverständlich unterliegen ausländische Aktionäre aber den steuerlichen Vor-

⁶³¹ Ausschüttung bzw. Kapitalgewinn, der die oben dargestellten Bedingungen erfüllt.

⁶³² Dieser Pauschalsatz wird entsprechend reduziert, wenn die Gesellschaft nachweisen kann, dass der effektive Verwaltungsaufwand unter 5% liegt.

⁶³³ Z.B. Kosten aus Wertpapiertransaktionsgeschäften.

⁶³⁴ Zu den Voraussetzungen für die Qualifikation als Holdinggesellschaft bzw. Domizil- oder gemischte Gesellschaft vgl. Art. 28 StHG.

schriften, die an ihrem Domizil gelten und die 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

Bei einer natürlichen Person, die in ihrem Privatvermögen gehaltene Aktien gegen Aktien des Anbieters tauscht, wird keine Besteuerung ausgelöst⁶³⁵. Auch wenn die neu erhaltenen Aktien gesamthaft einen höheren Nennwert aufweisen, als die dafür eingetauschten, führt dies – im Gegensatz zu einer Nennwerterhöhung im Rahmen einer Fusion⁶³⁶ – nicht zu einer Besteuerung, da die Nennwerterhöhung keine Leistung der Zielgesellschaft an ihren Aktionär darstellt, sondern eine Leistung des Anbieters. Fusionieren die übernehmende Gesellschaft 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 besteuert⁶³⁷. Die Besteuerung erfolgt im Nachsteuerverfahren im Sinne von Art. 151 ff. DBG bzw. Art. 53 StHG, falls die betreffenden Aktionäre bereits rechtskräftig veranlagt worden sind.

Sofern das Tauschangebot eine Barkomponente enthält, führt dies nicht zu einer Besteuerung, da Barzahlungen, wie oben in Ziff. IV.B.1. dargestellt, bei Aktien, die im Privatvermögen gehalten werden, keine Besteuerung auslösen⁶³⁸. Das Gleiche gilt auch, wenn das Tauschangebot nicht Aktien des Anbieters zum Gegenstand hat, sondern Obligationen, Optionen oder andere Wertpapiere bzw. Wertrechte, die keinen Beteiligungscharakter haben.

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. Der betreffende Aktionär kann die Aktien des Anbieters, die er im Austausch erhält, unabhängig von ihrem Verkehrswert zum Buchwert verbuchen, zu dem er bisher die Aktien der Zielgesellschaft verbucht

⁶³⁵ Vgl. dazu Ziff. IV.A.1.2. oben.

⁶³⁶ Vgl. dazu Ziff. IV.E.1.1. unten.

⁶³⁷ Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössischen Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 45; vgl. Bundesgerichtsentscheid vom 9. November 2001, in ASA 72, S. 413.

⁶³⁸ Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 28. Vorbehalten bleibt allerdings die Besteuerung, falls die Transaktion als indirekte Teilliquidation qualifiziert wird.

hatte, ohne einen Gewinn auszuweisen⁶³⁹. Voraussetzung für eine derartige vorteilhafte steuerliche Behandlung ist allerdings, dass das Tauschangebot zu einer Quasifusion führt, d. h. die übernehmende Gesellschaft muss nach der Übernahme mindestens 50% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten und den Gesellschaftern der Zielgesellschaft im Rahmen des Tauschangebotes höchstens 50% des effektiven Wertes der übernommenen Beteiligungsrechte in Form eines Baranteils ausbezahlen. Die Besteuerung bleibt selbstverständlich nur aus, wenn der bisherige Buchwert in der Buchhaltung des Aktionärs tatsächlich weitergeführt wird. Erhöht der Aktionär dagegen den Buchwert auf den Verkehrswert der Aktien, die er im Austausch erhält, so stellt die Differenz zwischen altem und neuem Buchwert Einkommen dar.

Die oben dargestellte steuerrechtliche Behandlung gilt unabhängig davon, ob der betreffende Aktionär im Tauschangebot Aktien einer schweizerischen oder einer ausländischen Gesellschaft erhält. Soweit ein Tauschangebot eine Barkomponente enthält, gilt dieser Betrag in jedem Fall als realisiert und stellt entsprechend steuerbares Einkommen dar.

In dem Masse, in dem der Tausch einen Realisierungstatbestand darstellt und zu steuerbarem Einkommen führt⁶⁴⁰, unterliegt dieses Einkommen auch den Sozialversicherungsabzügen.

2.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz

Für Kapitalgesellschaften als Aktionäre gelten die oben in Ziff. IV.B.2.2. für Aktien im Geschäftsvermögen dargestellten Grundsätze. Bei einem Tausch in Aktien einer anderen Gesellschaft entsteht kein steuerbarer Ertrag, sofern die Bedingungen für eine Quasifusion erfüllt werden⁶⁴¹. Soweit ein Tauschangebot eine Barkomponente enthält, gilt dieser Betrag in jedem Fall als realisiert und stellt entsprechend steuerbaren Ertrag dar.

Soweit ein Aktientausch zu einem steuerbaren Gewinn führt, weil entweder die Voraussetzung für eine Quasifusion nicht erfüllt sind, oder aber eine Barkomponente bezahlt wird, kann eine Kapitalgesellschaft den Beteiligungsabzug geltend machen, wenn die oben in Ziff. IV.B.1.3. dargestellten Kriterien für den Beteiligungsabzug auf Kapitalgewinnen erfüllt sind.

2.4 Ausländische Aktionäre

Bei einem im Ausland ansässigen Aktionär löst die Annahme eines Tauschan-

⁶³⁹ Kreisschreiben der Eidgenössische Steuerverwaltung Nr. 5 vom 1. Juni 2004, S. 26.

⁶⁴⁰ Z.B. aufgrund einer Barkomponente oder weil die oben dargestellten Bedingungen für die Quasifusion nicht erfüllt sind oder die steuerpflichtige Person den Buchwert nach der Transaktion selbst auf den Verkehrswert erhöht.

⁶⁴¹ Wie oben in Ziff. IV.B.2.2. dargestellt, liegt eine Quasifusion vor, wenn die übernehmende Gesellschaft mindestens 50% der Aktien der Zielgesellschaft erwirbt und nicht mehr als 50% des Wertes der Aktien der Zielgesellschaft durch Barabgeltung bezahlt.

gebotes keine schweizerische Besteuerung aus. Die Besteuerung richtet sich dabei vollumfänglich nach den Bestimmungen am Domizil des betreffenden ausländischen Aktionärs. Das Gleiche gilt auch, falls eine zusätzliche Barkomponente ausbezahlt wird. 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 oben in Ziff. IV.B.1.4. dargestellten Grundsätze.

3. Rückkauf von Aktien durch die Gesellschaft

Wie oben in Ziff. III.H.2. dargestellt, wird der Rückkauf von Aktien im Rahmen eines öffentlichen Angebotes normalerweise so strukturiert, dass die Gesellschaft entweder ein festes öffentliches Angebot für den Rückkauf eigener Aktien macht, die eigenen Aktien 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 Kaufpreiszahlung, sondern als Liquidationsausschüttung betrachtet, da die Gesellschaft mit diesem Rückkauf dem Aktionär wie bei einer Liquidation Eigenkapital zurückerstattet. Daher wird die Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Nominalwert der Aktien 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.

Von dieser Besteuerung des Rückkaufspreises wird gemäss Art. 7 Abs. 1^{bis} StHG und Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG, beide 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:

- 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 Aktien⁶⁴².
- Die Aktien werden von der Gesellschaft innerhalb von sechs Jahren wieder veräussert. Falls die Aktien zur Sicherstellung von Optionsanleihen,

⁶⁴² 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.

Wandelanleihen oder Mitarbeiterbeteiligungsplänen dienen, steht diese Frist während der Laufzeit dieser Anleihen bzw. Mitarbeiterbeteiligungsplänen 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.

Die Zuteilung und der Weiterverkauf von Put-Optionen lösen beim Aktionär keine Steuerfolgen aus. Die Zuteilung der Put-Option wird nicht als Ausschüttung der Gesellschaft betrachtet und der Verkauf führt zu einem steuerfreien privaten Kapitalgewinn.

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 als steuerbares Einkommen betrachtet, wobei dieses Einkommen sowohl den Sozialversicherungsabzügen wie auch den Einkommenssteuern unterliegt. 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. Für diese Person ist auch die Frage irrelevant, ob die Gesellschaft die zurückgekauften Aktien in einer Kapitalherabsetzung vernichtet oder später wieder verkauft, d. h. ob eine Liquidationsausschüttung vorliegt oder ein Verkaufsgewinn.

Die Zuteilung von Put-Optionen führt nicht zu einem steuerbaren Ertrag. Der Erlös aus dem Verkauf von Optionen wird aber als steuerbares Einkommen betrachtet.

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.

Werden die zurückverkauften Aktien in einer nachfolgenden Kapitalherabsetzung vernichtet, so gilt die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem steuerlich massgebenden Buchwert der betreffenden Aktien als Liquidationsausschüttung. Dabei kann die Kapitalgesellschaft, welche die Aktien verkauft hat, für den Rückzahlungsbetrag 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 betreffenden Gesellschaft mit einem Verkehrswert von mehr als CHF 2 Mio. gehalten hat oder die Beteiligung 20% des Kapitals der betreffenden Gesellschaft überschreitet. Die Anwendung des Beteiligungsabzuges führt wie in Ziff. IV.B.1.3. 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, bei denen der erzielte Gewinn in der Regel vollumfänglich besteuert wird.

Werden die Aktien nach dem Rückkauf durch die Gesellschaft nicht im Rahmen einer Kapitalherabsetzung vernichtet, so stellt der Gewinn, d. h. die Differenz zwischen Verkaufs- und Anschaffungspreis (ohne Berücksichtigung wieder eingeholter Abschreibungen und Rückstellungen), den die verkaufende Gesellschaft erzielt, keinen Liquidationserlös dar, sondern wird, wie bei einem Verkauf an einen Dritten, normal besteuert. In diesen Fällen wird die Steuerlast nur erleichtert, wenn die verkaufende Gesellschaft die Bedingungen für den Beteiligungsabzug auf Kapitalgewinnen erfüllt⁶⁴³.

3.4 Ausländische Aktionäre

Ausländische Aktionäre unterliegen, vorbehaltlich der Existenz einer Betriebsstätte in der Schweiz, die die Aktien hält, auch beim Rückkaufangebot der Gesellschaft keinen schweizerischen Gewinn- oder Einkommenssteuern. Wie unten in IV.C. dargestellt, wird aber die Verrechnungssteuer auf der Differenz zwischen Rückkaufpreis und dem Nominalwert erhoben, die von ausländischen Aktionären meist nur teilweise zurückgefordert werden kann, so dass bei derartigen Transaktionen dem ausländischen Aktionär häufig ein erheblicher Sockelsteuerbetrag verbleibt.

4. Wechselbeziehung zwischen Transaktionsstruktur und 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. 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.

Die unterschiedliche steuerliche Behandlung der Aktionäre in Bezug auf die unterschiedlichen Transaktionsstrukturen führt natürlich aber auch dazu, dass ein Angebot häufig nicht für alle Aktionäre gleich attraktiv ist. So sind Rückkaufangebote typischerweise für natürliche Personen, die Aktien im Privatvermögen halten, äusserst unattraktiv, während ein derartiges Angebot für eine Gesellschaft, die in der Schweiz domiziliert ist, wesentlich attraktiver ist, als

⁶⁴³ Dazu im Einzelnen Ziff. IV.B.1.3. oben.

ein Verkauf an einen Dritten, da sie den Beteiligungsabzug auf Liquidationserträgen geltend machen kann. Für steuerbefreite institutionelle Anleger ist es letztlich dasselbe, ob sie die Aktien über die Börse oder in einem Rückkaufangebot verkaufen. Übernahmeangebote, die wegen der Anwendung der Theorie der indirekten Teilliquidation bei natürlichen Personen, die die betreffenden Aktien im Privatvermögen halten, zur Einkommensbesteuerung führen würden, sind für diese Aktionäre ebenso äusserst unattraktiv. Bei solchen Transaktionen kommt es zu Arbitragegeschäften zwischen den einzelnen Aktionärskategorien. Die Aktionäre, für die ein bestimmtes Angebot steuerlich nicht attraktiv ist, werden ihre Aktien verkaufen, während Aktionäre, für die das Angebot steuerlich attraktiv ist, sowie steuerfreie institutionelle Anleger die betreffenden Aktien an der Börse kaufen, wodurch sich parallel zum öffentlichen Kaufangebot ein Markt entwickelt, dessen Preise leicht unter dem Angebotspreis liegen. 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.

Damit sich die Anleger über die Steuerfolgen tatsächlich orientieren können, ist es notwendig, dass diese vom Anbieter im Übernahmeprospekt klar dargelegt werden. Damit im Anlageprospekt sichere Aussagen gemacht werden können, genügt es aber normalerweise nicht, die Steuersituation lediglich zu analysieren. In den meisten Fällen ist es erforderlich, die Steuersituation mit den zuständigen Steuerbehörden abzusprechen und in einem Steurruling festzuhalten, damit im Anlageprospekt verlässliche Aussagen über die Steuersituation gemacht werden können.

C. VERRECHNUNGSSTEUERN BEI ÖFFENTLICHEN ANGEBOTEN

- *Bei Tausch- und Barangeboten eines Drittanbieters fällt keine Verrechnungssteuer an. Nur eine allfällige Dividende, welche die Zielgesellschaft vor einer Übernahme ausschüttet, unterliegt der Verrechnungssteuer von 35%.*
- *Bei einem Rückkaufangebot der Gesellschaft unterliegt die Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nominalwert der Verrechnungssteuer von 35%. Dieser Betrag muss von dem an die Aktionäre ausbezahlten Kaufpreis abgezogen werden. Die Verrechnungssteuer kommt jedoch nicht zum Abzug, wenn nur insgesamt 10% der Aktien erworben und diese innert sechs Jahren weiterveräußert werden. Diese Frist verlängert sich um die Zeit, während der die betreffenden Aktien für die Sicherstellung von Wandel- und Optionsrechten verwendet werden.*
- *Die Verrechnungssteuer kann von in der Schweiz domizilierten Aktionären vollumfänglich zurückgefordert werden, falls diese die betreffenden Erträge in ihrer Steuererklärung korrekt aufführen. Ausländische Aktionäre können die Verrechnungssteuer nur soweit zurückfordern, als dies in den anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehen ist.*

Die Verrechnungssteuer wird auf allen Leistungen von Aktiengesellschaften an ihre Aktionäre erhoben, soweit die betreffenden Leistungen ihren Grund im Beteiligungsverhältnis haben und nicht eine Nennwertrückzahlung darstellen. Damit wird die Verrechnungssteuer nicht nur auf Dividendenzahlungen und Liquidationsausschüttungen erhoben, sondern auch auf verdeckten Ausschüttungen⁶⁴⁴. 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 der Verrechnungssteuer unterstehen würde. Dies gilt auch, 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. Fusionieren allerdings innerhalb von fünf Jahren nach Vollzug eines Tauschangebotes die übernehmende Gesellschaft und die Zielgesellschaft, so

⁶⁴⁴ 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.

wird die Transaktion für die Zwecke 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 erhoben⁶⁴⁵. Sofern sie nicht überwältzt werden kann, muss die Leistung "ins Hundert" aufgerechnet werden⁶⁴⁶.

Wenn die Zielgesellschaft vor einem Übernahmeangebot eine Dividende ausbezahlt, so unterliegt diese der Verrechnungssteuer von 35%.

2. Rückkauf durch die Gesellschaft

2.1 Erhebung der Verrechnungssteuer

Der Rückkauf von Aktien stellt eine direkte Teilliquidation dar, da dem Aktionär ein Teil des Eigenkapitals zurückerstattet wird. Damit wird die Verrechnungssteuer gemäss Art. 4a Abs. 1 VStG auf der Differenz zwischen Rückkaufspreis und Nominalwert erhoben. Diese Verrechnungssteuer wird von der Gesellschaft beim Rückkauf direkt abgezogen, so dass 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 Rückkaufspreis und Nominalwert⁶⁴⁷.

Die Verrechnungssteuer wird allerdings nicht erhoben, falls die folgenden, in Art. 4a Abs. 2 VStG dargestellten Kriterien, erfüllt sind:

- Die zurückgekauften Aktien werden nicht in einer Kapitalherabsetzung vernichtet;
- Die Gesellschaft kauft nicht mehr als 10% der Aktien zurück⁶⁴⁸;
- Die zurückgekauften Aktien werden innert sechs Jahren weiterverkauft. Diese Frist steht still, solange die Aktien zur Deckung von Optionsanleihen, Wandelanleihen oder Mitarbeiterplänen benötigt werden. Soweit Mitarbeiterbeteiligungsprogramme abgedeckt werden, kann die Frist allerdings höchstens sechs Jahre still stehen.

⁶⁴⁵ Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 46, Beispiel Nr. 7 im Anhang I zum Kreisschreiben.

⁶⁴⁶ Die Gesellschaft muss dementsprechend eine Verrechnungssteuer in Höhe von 53,85% auf der steuerbaren Leistung abliefern.

⁶⁴⁷ Diese Art der Auszahlung wird dementsprechend auch vorgesehen, wenn ein Unternehmen zum Zweck der Kapitalherabsetzung Aktien auf einer zweiten Handelslinie oder in einem Festpreisangebot zurückkauft.

⁶⁴⁸ Ein Rückkauf von 20% ist möglich, wenn der Rückkauf aufgrund der Vinkulierungsbestimmungen erfolgt. Dieser Fall kann aber aufgrund der gemäss Art. 685d OR für kotierte Gesellschaften eingeschränkten Vinkulierungsmöglichkeiten bei kotierten Gesellschaften von vornherein nicht vorliegen.

Sofern sich nachträglich zeigt, dass diese Kriterien nicht erfüllt werden, weil die Aktien nach sechs Jahren bzw. nach einer um einen allfälligen Friststillstand erstreckten Frist immer noch nicht weiterverkauft worden sind, muss die Gesellschaft nachträglich die Verrechnungssteuer abliefern. 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 Verrechnungssteuer einfordern. Soweit es der Gesellschaft aus praktischen Gründen nicht möglich ist, die Verrechnungssteuer zu überwälzen, weil der Gesellschaft die verkaufenden Aktionäre nicht bekannt sind⁶⁴⁹, muss der Steuerbetrag "ins Hundert" aufgerechnet werden, d. h. beläuft sich auf 53,85% der Differenz zwischen dem Rückkaufpreis und dem Nominalwert⁶⁵⁰.

2.2 Rückforderung der Verrechnungssteuer

Aktionäre, die in der Schweiz aufgrund ihres Wohnsitzes bzw. Sitzes unbeschränkt steuerpflichtig sind, haben Anrecht auf vollumfängliche Rückerstattung der Verrechnungssteuer, falls sie die betreffenden Erträge in ihrer Steuererklärung richtig und vollständig angegeben haben. Diese Rückforderung ist auch möglich, wenn die betreffenden Erträge aufgrund von Steuerprivilegien oder Abzugsmöglichkeiten nur teilweise bzw. gar nicht besteuert werden. Damit 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.

Im Ausland domizilierte Aktionäre können die Verrechnungssteuer nur insofern zurückfordern, als dies in dem auf sie anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehen ist, was normalerweise dazu führt, dass eine gewisse Sockelsteuer in Höhe von meist 15% zurückbleibt⁶⁵¹. Ob der Betrag der Sockelsteuer im Land, in dem der betreffende Aktionär domiziliert ist, an die lokal zu bezahlenden Steuern angerechnet werden kann, hängt sowohl vom 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 hat⁶⁵², kann die Verrechnungssteuer weder re-

⁶⁴⁹ Wenn Aktien über die normale Handelslinie an der Börse gekauft worden sind, sind die Namen der Aktionäre der Gesellschaft normalerweise nicht bekannt.

⁶⁵⁰ CHF 153.85 abzüglich 35% ergibt CHF 100.

⁶⁵¹ 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 Mindestprozensatz beläuft (Schachtelprivileg). Typischerweise ist dazu eine Beteiligung zwischen 10 und 20% notwendig.

⁶⁵² Dieser Fall tritt insbesondere bei allen Offshore-Locations ein (Liechtenstein, Cayman Islands etc.).

duziert noch zurückgefordert werden und verbleibt somit als endgültige Belastung.

D. STEMPELSTEUERN

- Die Umsatzabgabe von 0,15% wird bei Barangeboten auf dem Kaufpreis erhoben, der für die angebotenen Aktien bezahlt wird. Bei Tauschangeboten wird die Umsatzabgabe zusätzlich auch noch auf dem Verkehrswert der Wertpapiere erhoben, die zum Tausch angeboten werden. Diese Umsatzabgabe entfällt jedoch, wenn der Anbieter Aktien einer schweizerischen Gesellschaft anbietet, die gegen Sacheinlage der Aktien der Zielgesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu geschaffen werden. Auf Rückkaufsangeboten einer Gesellschaft wird keine Umsatzabgabe erhoben, wenn die betreffenden Aktien nach dem Rückkauf durch Kapitalherabsetzung vernichtet werden.
- Die Emissionsabgabe wird erhoben, wenn in einer Transaktion neue Aktien geschaffen werden. Die Steuer wird zu einem Satz von 1% auf der Leistung erhoben, die der Aktionär als Gegenleistung für die Ausgabe der Aktien der Gesellschaft erbringt. Werden für ein Tauschangebot durch Kapitalerhöhung neue Aktien geschaffen, so wird die Emissionsabgabe daher auf dem Wert der als Sacheinlage eingebrachten Aktien der Zielgesellschaft erhoben. Stellt ein Tauschangebot allerdings eine fusionsähnliche Transaktion dar (der Anbieter erwirbt mindestens 50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft und die Aktionäre der Zielgesellschaft werden zumindest zu 50% durch Aktien des Anbieters abgegolten), so fällt keine Emissionsabgabe an.

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 Effektenhändler⁶⁵³ im Sinne des Stempelsteuergesetzes ist. 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 0,3%. 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 wegen der Einschaltung einer Bank bzw. eines Effektenhändlers an. Dementsprechend muss

⁶⁵³ 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.

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 den Aktionär der Zielgesellschaft) betrachtet wird. Damit werden bei einem Tausch gegen Aktien einer schweizerischen Gesellschaft Umsatzabgaben in Höhe von insgesamt 0,3% fällig⁶⁵⁴. Werden bei einem Tauschangebot 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.

Stammen die vom Anbieter angebotenen Aktien allerdings nicht aus Eigenbeständen, sondern werden sie im Rahmen einer Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft 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 an⁶⁵⁵.

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 anderer Effektenhändler an der Transaktion mitwirkt. Wenn eine Gesellschaft eigene Aktien zurückkauft, um diese in einer Kapitalherabsetzung zu vernichten, so entfällt die Umsatzabgabe gemäss Art. 14 Abs. 1 lit. e StG aber, da die Rücklieferung von Aktien zur Vernichtung von der Umsatzabgabe ausgenommen ist.

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, wobei diese Steuer gemäss Art. 8 Abs. 1 lit. a StG vom Betrag erhoben wird, welcher der Gesellschaft als Gegenleistung für die Ausgabe der Beteiligungsrechte bzw. die Erhöhung des

⁶⁵⁴ Beim Tausch bemisst sich die anfallende Umsatzabgabe gemäss Art. 16 Abs. 2 StG auf dem Verkehrswert der beim Tausch übergebenen Aktien des Anbieters.

⁶⁵⁵ Seit 1. Juli 2004 gelten diese Ausnahmen sowohl für inländische wie neu auch für ausländische Gesellschaften.

Nennwertes zufließt, mindestens aber vom Nennwert der neu ausgegebenen Aktien bzw. vom Betrag, um den der Nennwert erhöht wird⁶⁵⁶.

Bei öffentlichen Übernahmeangeboten kommt es in folgenden Fällen zu einer Belastung durch die Emissionsabgabe:

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 die Emissionsabgabe grundsätzlich an. Diese Emissionsabgabe entfällt aufgrund von Art. 6 Abs. 1 lit. a^{bis} StG jedoch, wenn das Tauschangebot zu einer fusionsähnlichen Transaktion führt. 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 besteht⁶⁵⁷. 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 auf diesen überschüssenden Betrag des Nennwertes erhoben, sofern die Merkmale der Abgabeumgehung erfüllt sind⁶⁵⁸. Keine Abgabeumgehung liegt vor, wenn der höhere Nennwert mit sachlichen Gründen gerechtfertigt werden kann. Wenn sich die Nennwerterhöhung daher rein aus der Mechanik der Transaktion aufgrund der unterschiedlichen Unternehmenswerte und der unterschiedlichen Nennwerte der Aktien der beteiligten Gesellschaften ergibt, so muss nach der Praxis der Eidgenössische Steuerverwaltung die Emissionsabgabe nicht bezahlt werden. Da die Abgrenzung zwischen Abgabeumgehung und einer durch die Transaktionsstruktur bedingten Erhöhung der gesamten Nennwerte eine Würdigung der Beweggründe der beteiligten Gesellschaften und Personen erfordert, empfiehlt es sich, das Gespräch mit der Eidgenössische Steuerverwaltung vor der Transaktion zu suchen und ein Stuerruling über die steuerliche Behandlung einzuholen, sobald eine Transaktion zu einer Erhöhung des gesamten Nennwertes führt.

⁶⁵⁶ Die Emissionsabgabe wird gemäss Art. 5 Abs. 2 lit. a StG aber auch auf Zuschüssen erhoben, welche die Gesellschafter ohne entsprechende Gegenleistung an ihre Gesellschaft erbringen (A fonds perdu Beiträge).

⁶⁵⁷ Diese Definition der Quasifusion gilt seit 1. Juli 2004 gemäss Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 44.

⁶⁵⁸ Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 46.

E. DIE STEUERLICHE BEHANDLUNG DER FUSION

Eine Fusion hat in wirtschaftlicher Hinsicht sehr ähnliche Auswirkungen wie ein Tauschangebot, wird steuerlich aber anders behandelt.

- *Hinsichtlich der Einkommens- und Gewinnsteuern der Aktionäre hat die Fusion folgende Auswirkungen:*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Privatvermögen: Nennwerterhöhungen und Ausgleichszahlungen werden als Einkommen besteuert.*
 - *Natürliche Person, Wohnsitz Schweiz, Aktien im Geschäftsvermögen: Ausgleichszahlungen werden als Einkommen besteuert, wobei dieses Einkommen auch den Sozialversicherungsabgaben unterliegt.*
 - *Kapitalgesellschaft, Sitz in der Schweiz: Nur eine allfällige Ausgleichszahlung wird besteuert, wobei der Beteiligungsabzug für Ausschüttungen geltend gemacht werden kann, falls die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt werden.*
 - *Ausländische Aktionäre: In der Schweiz werden keine Steuern erhoben. Eine allfällige Verrechnungssteuer kann jedoch je nach Doppelbesteuerungsabkommen gesamthaft oder teilweise als Endbelastung verbleiben.*
- *Die Verrechnungssteuer wird auf einer Nennwertdifferenz sowie auf Ausgleichszahlungen erhoben. Schweizerischen Aktionären wird die Verrechnungssteuer vollumfänglich zurückerstattet, falls das betreffende Einkommen in der Steuererklärung korrekt deklariert wird. Ausländische Aktionäre können die Verrechnungssteuer gemäss anwendbarem Doppelbesteuerungsabkommen zurückfordern.*
- *Bei der Fusion fällt weder eine Umsatz- noch eine Emissionsabgabe an.*

Eine Fusion hat in wirtschaftlicher Hinsicht die gleichen Auswirkungen wie ein Tauschangebot oder, sofern eine Fusion mit einer Ausgleichszahlung verbunden wird, wie eine Tauschofferte mit Barkomponente. Der Entscheid zwischen den beiden Transaktionsvarianten öffentliches Angebot einerseits und Fusion andererseits wird häufig von steuerlichen Gesichtspunkten beeinflusst, weshalb die steuerlichen Konsequenzen einer Fusion im Folgenden summarisch dargestellt werden sollen⁶⁵⁹. Ausserdem wird ein Tauschangebot nach der Praxis der Eidgenössische Steuerverwaltung steuerlich gleich wie eine Fusion behandelt, wenn die übernehmende Gesellschaft innert fünf Jahren nach Vollzug des Tauschangebotes mit der Zielgesellschaft fusioniert⁶⁶⁰.

⁶⁵⁹ Vgl. dazu im Einzelnen Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 29 ff.

⁶⁶⁰ Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004 S. 45; Bundesgerichtsentscheid vom 9. November 2001 ASA 72, S. 413.

1. Einkommens- und Gewinnsteuern 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 der Mitgliedschaftsrechte – seine Beteiligung fortsetzt. 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 grösser ist als der Nennwert der Aktien, die er vor der Fusion gehalten hat, wird die Nennwertdifferenz beim Aktionär als Einkommen besteuert. 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. 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 letztlich immer dann zu einer Nennwerterhöhung kommen, wenn das Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Nominalkapital bei der übernommenen Gesellschaft höher ist als bei der übernehmenden Gesellschaft. Die Nennwerterhöhung kann dementsprechend vermieden werden, wenn die übernehmende Gesellschaft ihr Verhältnis zwischen Unternehmenswert und Nominalkapital vor dem Vollzug der Transaktion anpasst, indem sie den Nennwert ihrer Aktien herabsetzt. Nach der Praxis der Eidgenössischen Steuerverwaltung genügt es dabei, das Kapital der übernehmenden Gesellschaft soweit herabzusetzen, dass die übernehmende Gesellschaft nach der Fusion das gleich hohe Nominalkapital aufweist wie vorher die übernehmende und 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 und deshalb keine Leistung der übernehmenden Gesellschaft an ihre Aktionäre vorliegt⁶⁶¹.

⁶⁶¹ Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössischen Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 31; vgl. die Fusionen Kardex/Tuxedo Invest und PSP/REG.

– **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. Ausgleichszahlungen können allerdings mit einer allfälligen Nennwertreduktion verrechnet werden.

Wird ein Zusammenschluss nicht durch eine Fusion, sondern durch ein öffentliches Angebot mit Aktientausch vollzogen, so fallen diese Belastungen nicht an. Dies gilt auch dann, wenn eine Barkomponente bezahlt wird oder der Aktionär im Tausch Aktien erhält, deren gesamter Nennwert den gesamten Nennwert der Aktien übersteigt, die er im Tauschangebot abgeliefert hat, da es sich bei den betreffenden Leistungen nicht um Leistungen der Gesellschaft handelt, an der der betreffende Aktionär beteiligt ist, sondern um Leistungen eines Dritten⁶⁶². 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 des Tauschangebotes fusionieren⁶⁶³.

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 wird⁶⁶⁴. 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. Eine Ausgleichszahlung dagegen führt grundsätzlich zu steuerbarem Einkommen, da diese Zahlung wie eine Ausschüttung bzw. Dividende behandelt wird⁶⁶⁵. Sinkt der Aktienkurs allerdings nach der Entrichtung der Ausgleichszahlung, so kann der Ertrag, den die Ausgleichszahlung darstellt, durch eine entsprechende Abschreibung auf der Beteiligung kompensiert werden.

1.3 Kapitalgesellschaft, Domizil Schweiz

Bei Kapitalgesellschaften führt eine Fusion nicht zu einem steuerbaren Ertrag, da es aufgrund der Kontinuität der Mitgliedschaftsrechte nicht zu einer Reali-

⁶⁶² Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössische Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004, S. 28.

⁶⁶³ Vgl. oben Ziff. IV.B.2.1.

⁶⁶⁴ Die Beteiligung an der fusionierten Gesellschaft hat damit denselben Buchwert wie die Beteiligung an der Zielgesellschaft.

⁶⁶⁵ Auf diesem Einkommen werden auch die Sozialversicherungsabgaben erhoben.

sierung kommt⁶⁶⁶. Eine Nennwerterhöhung hat ebenfalls keine Steuerfolgen, da Kapitalgesellschaften nach dem Buchwert- und nicht nach dem Nominalwertprinzip besteuert werden. Eine Ausgleichszahlung wird in steuerlicher Hinsicht als Ausschüttung betrachtet und stellt daher grundsätzlich steuerbaren Ertrag dar. Dabei 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 erfüllt⁶⁶⁷, d. h. wenn ihre Beteiligung an der übernommenen Gesellschaft einen Verkehrswert von mindestens CHF 2 Mio. aufweist oder sich auf mindestens 20% des Grundkapitals der übernommenen Gesellschaft beläuft.

2. Verrechnungssteuer

Die Verrechnungssteuer wird auf den Leistungen der fusionierten Gesellschaft an die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft erhoben. 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 den Aktionär dar, die der Verrechnungssteuer zum Satz von 35% unterworfen ist⁶⁶⁸. Die übernehmende Gesellschaft muss daher gemäss Art. 14 VStG einen Abzug zulasten des Aktionärs 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 durchführbar⁶⁶⁹, was dazu führt, dass der Verrechnungssteuerbeitrag "ins Hundert" aufgerechnet wird und zum Satz von 53,8% auf der Nennwerterhöhung von der übernehmenden Gesellschaft abgeliefert werden muss⁶⁷⁰.

⁶⁶⁶ Die Beteiligung an der fusionierten Gesellschaft hat denselben Buchwert wie die Beteiligung an der Zielgesellschaft.

⁶⁶⁷ Vgl. oben Ziff. IV.B.1.3.

⁶⁶⁸ Nach der Praxis der Eidgenössische Steuerverwaltung wird allerdings auch bei einer Nennwerterhöhung für den individuellen Aktionär keine Verrechnungssteuer erhoben, wenn durch eine vorhergehende Herabsetzung des Kapitals der übernehmenden Gesellschaft sichergestellt wird, dass das Nominalkapital der übernehmenden Gesellschaft nach der Fusion gleich gross ist wie das gesamte Kapital von übernommener und übernehmender Gesellschaft vor der Transaktion. Vgl. die Fusionen zwischen REG und PSP sowie Kardex und Tuxedo Invest.

⁶⁶⁹ 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 eine Fusion notwendig gewesen wäre).

⁶⁷⁰ Vgl. oben Ziff. IV.C.1. und Ziff. IV.C.2.1.

– **Ausgleichszahlungen**

Ausgleichszahlungen gelten als steuerbare Ausschüttungen, weshalb die übernehmende Gesellschaft von einer derartigen Ausschüttung 35% Verrechnungssteuer abziehen muss.

Bei Fusionen gilt auch für die Verrechnungssteuer, dass sowohl Nennwertgewinne wie auch Ausgleichszahlungen mit Nennwertverlusten verrechnet werden können⁶⁷¹.

In der Schweiz domizilierte Aktionäre, die von einem Verrechnungssteuerabzug betroffen sind, können den Verrechnungssteuerbetrag vollumfänglich zurückfordern, falls sie die betreffende Leistung in ihrer Steuererklärung korrekt als Einkommen bzw. Ertrag deklarieren. Dieses Rückforderungsrecht besteht auch dann, wenn der betreffende Aktionär selbst keine Gewinnsteuern bezahlt, da er 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. Im Ausland ansässige Aktionäre können die Verrechnungssteuer nur soweit zurückfordern, als dies in dem auf sie anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehen ist⁶⁷².

3. 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 sind.

4. Emissionsabgabe

Gemäss Art. 6 Abs. 1 lit. a^{bis} StG fällt bei der Fusion keine Emissionsabgabe auf den neu geschaffenen Aktien an.

⁶⁷¹ Kreisschreiben 5 vom 1. Juni 2004, S. 34.

⁶⁷² Vgl. dazu oben Ziff. IV.C.2.1.

V. DIENSTLEISTUNG VON WALDER WYSS

Walder Wyss erbringt im Bereich öffentlicher Übernahmen folgende Dienstleistungen:

- Beratung von Aktionären und Gesellschaften bei Fragen der Meldepflicht;
- Beratung von Anbietern in der Entwicklung der Übernahmestrategie;
- Gesellschaftsrechtliche, steuerrechtliche und börsenrechtliche Beratung im Zusammenhang mit Übernahmetransaktionen;
- Entwurf von Transaktionsvereinbarungen, Angebotsprospekten und sämtlicher im Zusammenhang mit einer Übernahme notwendiger Dokumente;
- Beratung von Gesellschaften bei der Überprüfung und Erstellung eines Abwehrdispositivs; und
- Beratung von Gesellschaften bei der Abwehr von Übernahmeversuchen.