



Zürich, 2. September 2014/Jen  
Telefon +41 58 283 63 22  
Telefax +41 58 283 70 75  
alain.jenny@vontobel.ch

Per E-Mail

Übernahmekommission  
Selnastrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

### **Stellungnahme im Rahmen der Anhörung zur Revision der Art. 6b und Art. 44 UEV**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme im Rahmen der Anhörung zur Revision der Art. 6b und Art. 44 der Börsenverordnung.

Einleitend möchten wir kurz auf die übergeordneten Anforderungen an die Veröffentlichungsvorschriften bezüglich Angebotsdokumente im Rahmen öffentlicher Übernahmen eingehen. Aus unserer Sicht sind die nachstehenden drei Anforderungen zu erfüllen:

- a) Die Veröffentlichung der Informationen erfolgt an einen möglichst breiten Kreis interessierter Personen (landesweite Verbreitung).
- b) Die Veröffentlichung der Informationen erfolgt derart, dass keine Asymmetrie in Bezug auf die zeitliche Verfügbarkeit entsteht.
- c) Die Veröffentlichung der Informationen erfolgt derart, dass Informationslecks (Verletzung der Geheimhaltungspflicht) vermieden werden.

Die Veröffentlichung von Inseraten in je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung stellt u.E. vor diesem Hintergrund keine landesweite Verbreitung sicher, insbesondere dann nicht, wenn man bedenkt, dass die Leserschaft der bezahlten Tageszeitungen jährlich abnimmt und im Schnitt kaum 380'000 LeserInnen (NZZ und Le Temps als Beispiele typischer Publikationsorgane in Übernahmesituationen) erreicht werden<sup>1</sup>.

Weiter führt eine Veröffentlichung von Inseraten in Zeitungen immer zu gewissen Asymmetrien bei der zeitlichen Verfügbarkeit der relevanten Information. Selbst bei einer „gleichzeitigen“ Veröffentlichung in den elektronischen Medien und in den Zeitungen erfolgt eine Verbreitung der Information niemals synchron.

---

<sup>1</sup> Vgl. die aktuellsten Daten der AG für Werbemedienforschung 2014 im Anhang



Schliesslich wird bei einer gleichzeitigen Publikation in den elektronischen Medien und den gedruckten Zeitungen die Sicherstellung der Geheimhaltung signifikant erschwert, da rund zwei Tage vor der Publikation verschiedene Dienstleister (betroffen sind zahlreiche Personen bei der Satzerstellung, der Druckerei, dem Werbevermarkter und den Zeitungsverlagen) in den Prozess einbezogen werden müssen. Da die meisten dieser Personen aufgrund ihrer Funktion nicht oder zu wenig mit der Thematik Insiderwissen vertraut sind, steigt die Gefahr eines Informationslecks vor der Publikation stark an.

Aus den obigen Ausführungen resultiert, dass aus unserer Sicht die Verbreitung von Angebotsdokumenten durch die Printmedien mit den Anforderungen an die Veröffentlichungsvorschriften nicht kompatibel ist.

In Bezug auf die Erfüllung der Anforderungen bei Publikationen in den elektronischen Medien sind wir der Auffassung, dass lediglich eine Ergänzung der Liste der massgebenden Pflichtempfänger vorgenommen werden sollte. Nebst einer Zustellung an mindestens zwei der bedeutenden elektronischen Medien (üblicherweise Bloomberg und Reuters) schlagen wir den simultanen Versand der Dokumente an Online-Redaktionen vor (z.B. 4 in der Deutschschweiz, 2 in der Westschweiz). Obwohl keine rechtliche Pflicht zur Weiterverbreitung der Informationen besteht, ist uns aus der Vergangenheit kein Fall bekannt, bei dem die Informationen nicht weiterverbreitet worden sind.

Unter Berücksichtigung obiger Ergänzung erfüllen Publikationen in den elektronischen Medien u.E. alle Anforderungen an die Veröffentlichungsvorschriften. Entsprechend schlagen wir, in Analogie zu den Entwicklungen bei der SIX Swiss Exchange (im Übrigen wurde auch bei den Kollektiven Kapitalanlagen auf die Publikation in elektronischen Plattformen umgestellt, vgl. Art. 39 KKV), gänzlich auf eine Publikation von Inseraten in den Printmedien zu verzichten (Streichung von Art. 6b UEV und entsprechende Anpassung von Art. 44 UEV).

Wir sind Ihnen dankbar, wenn Sie unsere Anmerkungen in Ihre Überlegungen einbeziehen. Für die Beantwortung von Fragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Bank Vontobel AG

A blue ink signature of Alain Jenny, consisting of a stylized 'A' followed by a horizontal line and a vertical stroke.

Alain Jenny

A blue ink signature of Hanspeter R. Gehrler, consisting of a large, stylized 'H' followed by a horizontal line and a vertical stroke.

Hanspeter R. Gehrler

Beilage: erwähnt

## Leserzahlen der Schweizer Presse

Rangiert nach Leserzahlen 2014, in Tausend (Halbjahresvergleich mit den Daten vom September 2013)

	Differenz in %				Differenz in %				Differenz in %		
	2013	2014	13/14		2013	2014	13/14		2013	2014	13/14
<b>Deutschschweiz: Tageszeitungen</b>											
20 Minuten	1564	1561	0	Schweizer Illustrierte	799	768	-4	Le Matin (semaine)	317	291	-8 <sup>1</sup>
Blick am Abend	779	747	-4	Geo	673	685	2	24 heures	204	191	-6
Blick	703	684	-3	Sonntags-Zeitung	651	655	1	L'Hebdo	194	181	-7
Tages-Anzeiger	504	490	-3	Das Magazin	684	636	-7 <sup>1</sup>	Tribune de Genève	125	120	-4
Die Nordwestschweiz	391	392	0	Land-Liebe	400	482	21 <sup>1</sup>	Le Nouvelliste	111	112	1
BZ/Bund	361	347	-4	NZZ am Sonntag	472	464	-2	Le Temps	101	99	-2
Neue Luzerner Zeitung	287	307	7	NZZ-Folio	409	391	-4	La Liberté	91	96	5
St. Galler Tagblatt	256	295	15 <sup>1</sup>	Schweiz am Sonntag	459	387	-16 <sup>1</sup>	Bilan	62	65	5
Neue Zürcher Zeitung	288	279	-3	Annabelle	259	264	2	Edelweiss	66	63	-5
Zürcher Regionalzeitungen	239	218	-9	Die Weltwoche	252	239	-5	PME Magazine	53	53	0
Die Südostschweiz	244	162	-34 <sup>1</sup>	Beobachter Natur	270	235	-13 <sup>1</sup>	L'Express	55	51	-7
Basler Zeitung	123	134	9	Zentralschweiz am Sonntag	226	218	-4	L'Impartial	35	32	-9
Thurgauer Zeitung	84	84	0	Bilanz	139	144	4				
bz Basel/Basellandsch. Zeitung	-	80	-	Handelszeitung	109	104	-5	<b>Italienische Schweiz</b>			
Zürcher Oberländer	64	61	-5	Finanz und Wirtschaft	107	102	-5	Corriere del Ticino plus	127	130	2
Zürichsee-Zeitung	71	57	-20 <sup>1</sup>	Vinum	71	75	6	Caffè della Domenica	106	96	-9
Der Landbote	60	57	-5	Die Wochenzeitung (WoZ)	75	74	-1	La Regione	90	95	6
Zürcher Unterländer	44	43	-2	Bolero	50	51	2	20 Minuti	82	88	7
				Du	52	49	-6	Mattino della Domenica	70	69	-1
<b>Deutschschweiz: Wochen- und Monatstitel</b>											
K-Tipp	979	940	-4 <sup>1</sup>	<b>Französische Schweiz</b>							
Beobachter	918	854	-7 <sup>1</sup>	20 Minutes	568	558	-2				
Sonntags-Blick	827	812	-2	Le Matin Dimanche	503	486	-3				
				Illustré	348	339	-3				

<sup>1</sup> Gewinn/Verlust statistisch signifikant.

QUELLE: WEMF

**From:** ZKB: Demarmels Marc  
**Sent:** Donnerstag, 4. September 2014 14:01  
**To:** COPA Counsel  
**Subject:** Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV und Art. 44 UEV

Sehr geehrte Damen und Herren

Gerne nehmen wir zum Vorschlag der Übernahmekommission betr. Revision von Art. 6b UEV sowie Art. 44 UEV fristgerecht wie folgt Stellung:

Art 6b UEV

Wir verstehen Ihre Vorbehalte gegenüber der aktuellen Regelung im Zusammenhang mit der Veröffentlichung von Angebotsdokumenten in den Zeitungen. Allerdings gilt es zu bedenken, dass vor allem der Entscheid, ein öffentliches Kauf- oder Umtauschangebot mittels Voranmeldung zu lancieren, als besonders kursrelevant zu betrachten ist und daher diese Information bis zur elektronischen Veröffentlichung strikt zu schützen ist. Der Revisionsvorschlag, wonach die Publikation in elektronischer Form sowie in den Zeitungen grundsätzlich gleichzeitig zu erfolgen hat, steht jedoch dem Schutz der Insiderinformation entgegen. Eine zeitgleiche Publikation der Voranmeldung setzt voraus, dass die Zeitungen mindestens zwei Arbeitstage vor dem Publikationsdatum informiert werden, damit der Satz, die Kontrolle und das „Gut zum Druck“ fristgerecht erfolgen können. Dies bedeutet aber, dass der Kreis der informierten Personen zusätzlich erweitert wird. Die Wahrung der Vertraulichkeit kann bei diesem Personenkreis - wenn überhaupt - nur schwerlich gewährleistet werden.

Art. 44 UEV

Wir begrüssen den Vorschlag, auf die provisorische Meldung des Zwischen- und Endergebnisses zu verzichten. Zudem ist die Relevanz der Veröffentlichungsfristen hier unseres Erachtens weniger gegeben, weshalb wir dem Revisionsvorschlag zustimmen können.

Allgemeine Feststellung

Im Zusammenhang mit den Veröffentlichungsvorschriften der UEV möchten wir die Publikation von Angebotsdokumenten in den Zeitungen grundsätzlich in Frage stellen. Wir sind der Auffassung, dass mit der elektronischen Publikation auf der Website des Anbieters und der Übernahmekommission sowie in mindestens zwei der bedeutenden elektronischen Medien dem Informationsbedürfnis der Investoren Genüge getan ist. Dies umso mehr als die Investoren jeweils auch über ihre Depotbank bzw. ihren Bankkundenbetreuer über die entsprechenden Angebote informiert werden. Die Publikation in den Zeitungen ist somit höchstens noch für Investoren, die ihre Titel physisch bei sich oder in einem Banksafe verwahren (sog. Heimverwahrer), von Relevanz. Seit Einführung des Bucheffektengesetzes und der Möglichkeit der Führung der Titel als Wertrechte - und damit der zwingenden Depotpflicht - schwindet die Möglichkeit der physischen Verwahrung, da die Anzahl von Gesellschaften, die eine physische Verbriefung ihrer Titel noch zulässt, immer mehr abnimmt. Wir sind daher der Auffassung, dass auf eine Publikation von Angebotsdokumenten in den Zeitungen verzichtet werden könnte.

Freundliche Grüsse

Dr. Marc Demarmels                      Dr. Richard Schindler

Zürcher Kantonalbank  
Capital Markets

Josefstrasse 222, 8005 Zürich  
Telefon 044 293 67 79, Fax 044 293 67 31  
Briefadresse: Postfach, 8010 Zürich / [www.zkb.ch](http://www.zkb.ch)

Sie drucken diese E-Mail nicht aus? Die Umwelt dankt!

---

Disclaimer :

Diese Mitteilung ist nur für die Empfängerin / den Empfänger bestimmt.

Für den Fall, dass sie von nichtberechtigten Personen empfangen wird, bitten wir diese höflich, die Mitteilung an die Zürcher Kantonalbank zurückzusenden und anschliessend die Mitteilung mit allen Anhängen sowie allfällige Kopien zu vernichten bzw. zu löschen. Der Gebrauch der Information ist verboten.

This message is intended only for the named recipient and may contain confidential or privileged information.

If you have received it in error, please advise the sender by return e-mail and delete this message and any attachments. Any unauthorised use or dissemination of this information is strictly prohibited.

Per E-Mail: [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)  
Übernahmekommission  
Herr Luc Thévenoz  
Selnaustrasse 30  
Postfach 1758  
CH-8021 Zürich

Zürich, 5. September 2014  
ANI / SSU

**Einladung zur Anhörung: Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)  
und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

Sehr geehrter Herr Präsident,  
Sehr geehrte Damen und Herren

Gerne erlauben wir uns, Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zur vorgesehenen Revision der Verordnung der Übernahmekommission (**UEK**) über öffentliche Kaufangebote (**UEV**) einzureichen. Für Ihre wohlwollende Entgegennahme bedanken wir uns im Voraus.

Die nachfolgenden Ausführungen entsprechen in erster Linie den Ansichten der Verfasser und geben nicht die offizielle Meinung von Walder Wyss AG wieder. Die Kommentare reflektieren jedoch auch Gespräche mit weiteren Partnern und interessierten Praktikern unseres Büros.

Nach Sichtung der vorgeschlagenen Verordnungstexte möchten wir das vorgeschlagene Revisionsvorhaben gerne wie folgt kommentieren:

**1. Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)**

**1.1. Vorschlag und Argumentation der UEK**

Gemäss Schreiben der UEK vom 30. Juli 2014, mit welchem diese zur Einreichung von Stellungnahmen eingeladen hat (das **UEK-SCHREIBEN**), soll Art. 6b UEV wie folgt geändert werden:

Formulierung gemäss geltendem Recht	Formulierung gemäss Revisionsvorhaben
<p><b>Art. 6b Veröffentlichung in den Zeitungen</b> (Art. 28 Bst. a und b BEHG)</p> <p>Spätestens am dritten Börsentag nach der elektronischen Veröffentlichung muss die Voranmeldung landesweit bekannt gemacht werden, indem sie gleichzeitig in mindestens je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht wird.</p>	<p><b>Art. 6b Veröffentlichung in den Zeitungen</b> (Art. 28 Bst. a und b BEHG)</p> <p><sup>1</sup> Die Voranmeldung ist am Tag ihrer elektronische[n] Veröffentlichung landesweit bekannt zu machen, indem sie gleichzeitig in mindestens je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht wird.</p> <p><sup>2</sup> Die Veröffentlichung in den Zeitungen kann am Werktag (inklusive Samstag) nach der elektronischen Veröffentlichung erfolgen, sofern dies zur Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften oder aus anderen wichtigen Gründen erforderlich ist.</p> <p><sup>3</sup> Eine spätere Veröffentlichung in den Zeitungen setzt die vorgängige Zustimmung der Übernahmekommission voraus.</p>

Im Kern geht es bei der vorgeschlagenen Anpassung somit darum, die Veröffentlichungen in den elektronischen und den Print-Medien grundsätzlich auf den *gleichen Tag* zu terminieren.

Begründet wird die vorgeschlagene Änderung damit, dass die Frist von Art. 6b UEV, welche als Maximalfrist formuliert und beabsichtigt war, entgegen der ursprünglichen Absicht der UEK nicht nur zur Vermeidung eines drohenden Konfliktes mit den Ad hoc-Publizitätsvorschriften, sondern standardmässig für nahezu jede Publikation in Anspruch genommen werde. Dies habe wiederum zur Folge, dass Fristen, welche durch die Publikation eines Angebotsdokumentes in den Zeitungen ausgelöst werden, automatisch jeweils um die durch Art. 6b UEV maximal erlaubten drei Börsentage verlängert werden. Dies – so das UEK-SCHREIBEN – führe zu nicht unerheblichen Verlängerungen der Angebotsdauer.

## 1.2. Analyse

### 1.2.1. Relevanz der Veröffentlichung in den Zeitungen: Betroffene Publikationen

Der Zeitpunkt der Publikation in den Zeitungen ist insbesondere für folgende Fristen massgebend und damit potentiell problematisch mit Blick auf eine zeitliche Verzögerung:

- Veröffentlichung der **Voranmeldung** in den Zeitungen in Fällen, in denen Art. 8 Abs. 2 UEV nicht greift (nicht fristgerechte Print-Publikation).

Folge: Verzögerung der Auslösung der *Frist zur Veröffentlichung des Angebotsprospektes* nach Art. 7 Abs. 1 UEV.

- Veröffentlichung des **Angebotsprospekts** in den Zeitungen (Art. 7 Abs. 1 UEV; erfolgt im Falle einer Voranmeldung nach Art. 8 Abs. 1 UEV bereits entsprechend verzögert).

Folge: Verzögerung der Auslösung der *Karenzfrist* (Art. 14 Abs. 2 UEV, infolge Abhängigkeit von der Veröffentlichung des Angebotsprospekts in den Zeitungen), der *Angebotsfrist* (Art. 14 Abs. 3 und 4 UEV, infolge Abhängigkeit von der Karenzfrist), der *Frist zur elektronischen Veröffentlichung einer Änderung des Angebots* (Art. 15 Abs. 3 UEV, infolge Abhängigkeit von der Angebotsfrist, die ihrerseits von der Karenzfrist abhängt), der *Frist zur elektronischen Veröffentlichung eines konkurrenzierenden Angebots* (Art. 50 Abs. 1 UEV, infolge Abhängigkeit von der Angebotsfrist, die ihrerseits von der Karenzfrist abhängt) sowie der *Frist zur Veröffentlichung der definitiven Meldung des Zwischenergebnisses* in den Zeitungen (Art. 44 Abs. 2 UEV, infolge Abhängigkeit von der Angebotsfrist).

- Veröffentlichung der **definitiven Meldung des Zwischenergebnisses** in den Zeitungen (Art. 44 Abs. 2 UEV; erfolgt im Fall einer Voranmeldung nach Art. 8 Abs. 1 UEV bereits verzögert).

Folge: Verzögerung der Auslösung der *Nachfrist* (Art. 14 Abs. 5 UEV i.V.m. Art. 44 Abs. 2 UEV, infolge Abhängigkeit von der Veröffentlichung der definitiven Meldung des Zwischenergebnisses) und der *Frist bis zum Vollzug* (Art. 14 Abs. 6 UEV i.V.m. Art. 14 Abs. 5 UEV i.V.m. Art. 44 Abs. 2 UEV, infolge Abhängigkeit von der Nachfrist, welche ihrerseits von der Veröffentlichung der definitiven Meldung des Zwischenergebnisses abhängt).



Bezüglich der **Voranmeldung** entschärft sich die Problematik insofern, als dass unter gewissen einschränkenden Bedingungen bereits auf den Zeitpunkt der *elektronischen* Publikation abgestellt wird: Danach treten die in Art. 7 Abs. 3 UEV genannten Rechtswirkungen im Zeitpunkt ihrer Zustellung an die elektronischen Medien ein, sofern (i) die Voranmeldung in den wesentlichen Punkten auf Deutsch und Französisch in den elektronischen Medien veröffentlicht und (ii) innerhalb der drei folgenden Börsentagen in den Zeitungen veröffentlicht wird. Daraus folgt:

- In den Fällen von Art. 8 Abs. 2 UEV ist die *elektronische* Publikation massgebend, sodass eine spätere Publikation in den Zeitungen bedeutungslos bleibt für durch die Voranmeldung direkt oder indirekt ausgelöste Fristen (vgl. GERICKE/WIEDMER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Art. 7 N 6).
- Einzig in den Fällen von Art. 8 Abs. 1 UEV ist der Zeitpunkt der Publikation in den *Zeitungen* massgebend, und kann überhaupt eine Verzögerung eintreten.

Bezüglich der Veröffentlichung des **Angebotsprospekts** und der Veröffentlichung der **definitiven Meldung des Zwischenergebnisses** können mit Blick auf eine zeitliche Verzögerung indes nach unserer Auffassung keine relativierenden Argumente vorgetragen werden.

### 1.2.2. Praktische Überlegungen

Die Feststellung der UEK betreffend die standardmässige Inanspruchnahme der Maximalfrist deckt sich mit unseren Praxiserfahrungen. Dass Fristen, welche durch die Publikation eines Angebotsdokumentes in den Zeitungen ausgelöst werden, entsprechend jeweils um drei ganze Börsentage verlängert werden, ist in der Tat nicht immer interessengerecht und läuft einer zügigen Verfahrensführung zuweilen zuwider.

Dass die Frist von Art. 6b UEV standardmässig für nahezu jede Publikation in Anspruch genommen wird, basiert aber nach unserer Auffassung nicht in jedem Fall auf einem bewussten „Ausreizen“ der verordnungsrechtlich zulässigen Frist, sondern hat in vielen Fällen folgende praktische Gründe:

- Mit Blick auf die Anzeigenschluss- und Druckmaterialschlusszeiten der einschlägigen Zeitungen ist es bei kurzen Vorbereitungszeiten (was leider die Regel ist) *nicht möglich oder praktikabel*, die Publikation in den Print-

medien gleichentags wie die elektronische Publikation zu schalten. Bei der Neuen Zürcher Zeitung besteht die schnellste Publikationsmöglichkeit beispielsweise innert zwei Werktagen (bei Erhalt der Vorlage bis 14:00 Uhr).<sup>1</sup>

- Das Problem ist namentlich im Zusammenhang mit der *Voranmeldung* evident. Eine gleichzeitige Publikation würde aufgrund der Vorlaufzeiten der Printmedien voraussetzen, dass die Voranmeldung den Printmedien zwei Werktage im Voraus zugestellt werden müsste, womit das Risiko eines Lecks und damit eines Anstiegs des für den Mindestpreis massgebenden Börsenkurses der Zielgesellschaft erheblich erhöht würde. In der fraglichen Zeitspanne wären indessen Abwehrmassnahmen seitens des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft immer noch zulässig. Unfreundliche Übernahmen würden damit faktisch vereitelt.
- Hinzu kommt Folgendes: Wichtige Anpassungen und Änderungen erfolgen oft erst wenige Stunden vor der elektronischen Publikation. Als Beispiel sei hier auf die Übernahme der sia abrasives Holding AG im Herbst 2008 verwiesen: Die Voranmeldung erfolgte am 2. Oktober 2008 (Donnerstagmorgen). Die Rechtsberater der Käufer waren erst am vorangehenden Montagmittag (29. September 2008), also weniger als drei Börsentage davor, mit der Betreuung einer öffentlichen Übernahme beauftragt worden. Für die Vorbereitungsdokumentation (Kaufvertrag Vorerwerb; Transaction Agreement; Voranmeldung etc.) blieb nur sehr wenig Zeit. Eine gleichzeitige Publikation (elektronisch und in zwei Tageszeitungen) wäre undenkbar gewesen. Die Übernahme der sia abrasives Holding AG ist kein Einzelfall. Bei zahlreichen anderen öffentlichen Übernahmen in der Schweiz herrschten zeitlich vergleichbar knappe Verhältnisse (namentlich auch beim öffentlichen Kaufangebot der Tamedia AG im Frühling 2014 betreffend die Übernahme der PubliGroupe S.A., an welcher Anwälte von Walder Wyss ebenfalls mitwirkten).
- Sensible Daten (insbesondere der Angebotspreis und teilweise auch die Namen der Parteien) werden mit Blick auf die Insiderproblematik zudem jeweils so spät wie möglich schriftlich festgehalten. Kurzfristige textliche Anpassungen oder gar ein Rückzug eines Zeitungsinserts infolge Abbruchs der Transaktion sind aber kostspielig. Der kostspielige Rückzug bzw. die Verschiebung der Inserate wäre aber gerade die Folge, wenn man zwecks

---

<sup>1</sup> Beispiel: Bei einer Publikation am *Donnerstag* muss das Word Dokument somit spätestens am *Dienstag*, 14:00 Uhr, beim Verlag sein.

paralleler Veröffentlichung den Platz in den Printmedien standardmässig vorab „reservieren“ müsste.

Für die Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften wäre in der revidierten Version von Art. 6b Abs. 2 UEV zwar eine Ausnahme vorgesehen; sich in diesen Konstellationen jeweils auf eine Ausnahme berufen zu müssen, scheint uns indes umständlich – speziell mit Blick darauf, dass wir uns vorstellen könnten, dass . dies gar zur Regel würde.

Für die UEK hätte ein Inkrafttreten der vorgeschlagenen Regelung unseres Erachtens aller Wahrscheinlichkeit nach zur Folge, dass diese mit unzähligen Ausnahmegesuchen nach Art. 6b Abs. 3 UEV (gemäss Revisionsvorschlag) eingedeckt würde, was wertvolle Ressourcen binden und das Tagesgeschäft erschweren würde.

Gerne möchten wir darauf hinweisen, dass die beabsichtigte Revision auch eine Anpassung von Art. 8 UEV bedingen würde.

### 1.3. Lösungsvorschläge

#### 1.3.1. Variante 1: Zwei Werktage statt Drei Börsentage

Nichts Grundsätzliches ist aus unserer Sicht gegen den Neuerungsgedanken hinter der erweiterten Publikationsmöglichkeit auch an Samstagen (statt wie bisher nur an Börsentagen) vorzubringen. Darüber hinaus könnte man die Frist durchaus von drei auf *zwei* (Werktage) reduzieren. Gemäss telefonischer Abklärung mit der NZZ Media ist eine Publikation innert zwei Werktagen ab Erhalt der Vorlage grundsätzlich möglich (vgl. Ziffer 1.2.2).

Dies würde auch die von der UEK vorgetragene Fristverlängerungsproblematik deutlich entschärfen, ohne dass sich gleichzeitig die in Ziffer 1.2.2 aufgeführten Probleme stellen würden.

Ein Formulierungsvorschlag für einen neuen Art. 6b UEV könnte etwa wie folgt lauten:

**Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):**

**Art. 6b Veröffentlichung in den Zeitungen** (Art. 28 Bst. a und b BEHG)

Spätestens am ~~dritten~~ zweiten Börsentag Werktag (inklusive Samstag) nach der elektronischen Veröffentlichung muss die Voranmeldung landesweit bekannt gemacht werden, indem sie gleichzeitig in mindestens je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht wird.

Diese Variante hat gegenüber der nachstehenden Variante 2 (vgl. Ziffer 1.3.2) den Vorteil, dass sie keine Anpassung weiterer Artikel der UEV bedingt.

### 1.3.2. Variante 2: Elektronische Publikation als fristauslösendes Ereignis

Will man der von der UEK angesprochenen Problematik der generellen Beanspruchung der Frist von drei Börsentagen entgegengetreten, könnte dies etwa dadurch bewerkstelligt werden, dass für das fristauslösende Ereignis statt auf den Zeitpunkt der Publikation in den Printmedien *generell* auf den Zeitpunkt der elektronischen Publikation abgestellt würde. Die Publikation in den Zeitungen hätte keine fristauslösende Wirkung mehr, müsste aber aus Transparenz-Gründen dennoch vorgenommen werden. Die Unterlassung hätte (lediglich) zur Folge, dass die UEK die relevante Partei zur Publikation zwingen würde (mittels Verfügung inkl. Kostenfolge).

Soweit ersichtlich steht ein entsprechendes Ansinnen nicht im Widerspruch zu übergeordnetem Gesetzesrecht.

Vor dem Hintergrund der gemachten Ausführungen könnte ein neuer Art. 6b UEV wie folgt lauten:

**Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):**

**Art. 6b Veröffentlichung in den Zeitungen** (Art. 28 Bst. a und b BEHG)

<sup>1</sup> Spätestens am dritten Börsentag nach der elektronischen Veröffentlichung muss die Voranmeldung landesweit bekannt gemacht werden, indem sie gleichzeitig in mindestens je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht wird.

<sup>2</sup> Eine Veröffentlichung von Angebotsdokumenten entfaltet ihre Rechtswirkungen im Zeitpunkt der elektronischen Veröffentlichung.

Eine entsprechende Revision würde eine Anpassung sämtlicher Artikel, die auf eine Publikation in den Zeitungen abstellen, bedingen (insbesondere Art. 8 UEV, Art. 14 Abs. 2 UEV, Art. 44 Abs. 2 UEV, Art. 57 Abs. 1 lit. a und b UEV, Art. 58 Abs. 1 lit. a und b UEV).

### 1.4. Fazit

Eine Lösung, wie sie im Revisionstext vorgesehen ist, scheint nach dem Gesagten nicht praktikabel. Aus unserer Sicht wäre einer Beibehaltung des bestehenden Art. 6b UEV gegenüber dem vorgeschlagenen Revisionstext klar der Vorzug zu geben. Alternativ würden wir vorschlagen, neu die Frist zur Veröffentlichung in den Zeitungen auf zwei Werktage (statt drei Börsentage) zu reduzieren (vgl.

Ziffer 1.3.1). Subsidiär sollte man sodann in Betracht ziehen, die *elektronische* Publikation (statt die Publikation in den Zeitungen) als fristauslösendes Ereignis zu definieren (vgl. Ziffer 1.3.2).

## 2. Revision von Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)

### 2.1. Vorschlag und Argumentation der UEK

Gemäss dem UEK-SCHREIBEN soll Art. 44 UEV wie folgt geändert werden:

Formulierung gemäss geltendem Recht	Formulierung gemäss Revisionsvorhaben
<p><b>Art. 44 Veröffentlichung des Zwischenergebnisses</b> (Art. 27 und 28 Bst. c BEHG)</p> <p><sup>1</sup> Der Anbieter gibt der Offenlegungsstelle das Zwischenergebnis des Angebotes so genau als möglich am ersten Börsentag nach Ablauf der Angebotsfrist bekannt und veröffentlicht es gemäss Artikel 6a (provisorische Meldung des Zwischenergebnisses). Die Übernahmekommission gibt die provisorische Meldung des Zwischenergebnisses auf ihrer Webseite wieder.<sup>1</sup></p> <p><sup>2</sup> Spätestens am vierten Börsentag nach Ablauf des Angebotes muss die definitive Meldung des Zwischenergebnisses gemäss Artikel 6b veröffentlicht werden. Die Übernahmekommission gibt die definitive Meldung des Zwischenergebnisses auf ihrer Webseite wieder.<sup>2</sup></p> <p><sup>3</sup> Die Meldung des Zwischenergebnisses hat zu enthalten:</p> <p>a. die Anzahl der im Rahmen des Angebotes dem Anbieter angedienten Beteiligungspapiere, in absoluten Zahlen und in Prozenten der Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht (Erfolgsquote);</p> <p>b. die gesamte Beteiligung des Anbieters an der Zielgesellschaft im Zeitpunkt des Ablaufes des Angebotes (Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, und Kapital) in Prozenten aller Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft (Beteiligungsquote).<sup>3</sup></p> <p><sup>4</sup> Diese Angaben müssen für jede Kategorie von Beteiligungspapieren und jedes Finanzinstrument veröffentlicht werden, auf die sich das Angebot erstreckt, sowie für das Gesamtkapital.</p> <p><sup>5</sup> Artikel 6 ist auf die Veröffentlichung des Zwischenergebnisses anwendbar.</p>	<p><b>Art. 44 Veröffentlichung des Zwischenergebnisses</b> (Art. 27 und 28 Bst. c BEHG)</p> <p><sup>1</sup> Der Anbieter gibt der <u>Übernahmekommission und der</u> Offenlegungsstelle das Zwischenergebnis des Angebotes <del>so genau als möglich am ersten</del> [zweiten] [dritten] Börsentag nach Ablauf der Angebotsfrist bekannt und veröffentlicht es gemäss Artikeln <del>6a</del> 6 bis 6b (<del>provisorische Meldung des Zwischenergebnisses</del>). Die Übernahmekommission gibt die <del>provisorische Meldung</del> <u>Veröffentlichung</u> des Zwischenergebnisses auf ihrer Webseite wieder.</p> <p><del>2 Spätestens am vierten Börsentag nach Ablauf des Angebotes muss die definitive Meldung des Zwischenergebnisses gemäss Artikel 6b veröffentlicht werden. Die Übernahmekommission gibt die definitive Meldung des Zwischenergebnisses auf ihrer Webseite wieder.</del> <u>aufgehoben.</u></p> <p><del>3 Die Meldung</del> <u>Veröffentlichung</u> <del>des Zwischenergebnisses hat zu enthalten</del> <u>enthält:</u></p> <p>a. die Anzahl der im Rahmen des Angebotes dem Anbieter angedienten Beteiligungspapiere, in absoluten Zahlen und in Prozenten der Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht (Erfolgsquote);</p> <p>b. die gesamte Beteiligung des Anbieters an der Zielgesellschaft im Zeitpunkt des Ablaufes des Angebotes (Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, und Kapital) in Prozenten aller Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft (Beteiligungsquote).<sup>3</sup></p> <p><sup>4</sup> Diese Angaben müssen für jede Kategorie von Beteiligungspapieren und jedes Finanzinstrument veröffentlicht werden, auf die sich das Angebot erstreckt, sowie für das Gesamtkapital.</p> <p><del>5 Artikel 6 ist auf die Veröffentlichung des Zwischenergebnisses anwendbar.</del> <u>aufgehoben</u></p>

Daneben findet sich im UEK-SCHREIBEN der Hinweis, dass auch die Verweisungen auf die Veröffentlichungen des Zwischenergebnisses in den Art. 13, Art. 14, Art. 45 und Art. 46 UEV entsprechend angepasst werden müssten.

## 2.2. Analyse

Die mit dem Revisionsvorhaben angestrebte Erleichterung ist aus unserer Sicht begrüßenswert, gehen wir doch mit der UEK einig in der Ansicht, dass die derzeit vorgesehene Menge an Veröffentlichungen in der Tat etwas übertrieben und durchaus geeignet scheint, die Angebotsempfänger zu verwirren.

Mit Blick auf unsere praktische Tätigkeit können wir den Eindruck der UEK bestätigen, dass in aller Regel jeweils nur minime Abweichungen zwischen der provisorischen und der definitiven Meldung des Zwischen- und Endergebnisses festgestellt werden konnten. Der Mehrwert der nachgeholten Transparenz über die Abweichung scheint insofern beschränkt.

Kritisch stehen wir aus den unter Ziffer 1.2.2 bereits dargelegten Gründen einzig den geänderten Veröffentlichungsmodalitäten gegenüber, insofern sich diese auf den Revisionsvorschlag zu Art. 6b UEV stützen. Mit Blick auf die faktischen Gegebenheiten im Rahmen der Zeitungspublikationen und unsere Überlegungen unter Ziffer 1.3.1 möchten wir uns zudem für eine Frist von *zwei Werktagen (inkl. Samstag)* aussprechen.

## 2.3. Fazit

Mit den unter Ziffer 1.2.2 angebrachten Vorbehalten bezüglich der vorgeschlagenen Revision von Art. 6b UEV stehen wir der Revision von Art. 44 UEV, konkretisiert durch einer Frist von zwei Werktagen, positiv gegenüber.

Gerne stehen wir für die Beantwortung allfälliger Fragen zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen



Alexander Nikitine

Mitwirkende Partner/Mitarbeiterin:

Urs P. Gnos

Sarah Schulthess

Markus Pfenninger

Markus Vischer

Investment Banking  
Equity Capital Markets, VLUC 63

**Per E-Mail**

Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
8021 Zürich

11. September 2014

**Anhörung zur Revision von Art. 6b und 44 UEV  
Stellungnahme der Credit Suisse**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf die am 4. August 2014 bekannt gegebene Anhörung zur Revision der beiden oben-erwähnten Artikel der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV). Wir möchten an und für sich nicht im Detail auf die vorgeschlagenen neuen Texte der beiden Artikel der UEV eingehen, sondern primär auf die grundsätzliche Problematik der Pflicht zur Veröffentlichung der Angebotsdokumente in den Zeitungen hinweisen.

Gemäss der UEV müssen die im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot zu veröffentlichen Publikationen in mindestens je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht werden (zusätzlich zur Veröffentlichung durch elektronische Medien und der Veröffentlichung auf der Webseite des Anbieters).

Professionelle Investoren informieren sich hauptsächlich mittels der elektronischen Medien über ein öffentliches Kaufangebot sowie dessen Fortgang und Ergebnis. Retailinvestoren werden durch die Depotbanken entsprechend informiert. Die elektronischen Medien und die Webseite des Anbieters stellen heute die primäre Quelle für Informationen zu einem öffentlichen Kaufangebot dar. Zudem stellt die Übernahmekommission mit ihrer Webseite eine sehr gute Plattform zur Veröffentlichung der Angebotsdokumente zur Verfügung. Die Investoren sind es heute gewohnt, Informationen auf elektronischem Weg zu erhalten bzw. zu beschaffen.

Die Publikation in den Zeitungen hat deshalb keinen eigentlichen Nutzen mehr und führt zu den Problemen oder Konflikten, wie sie in der vorliegenden Anhörung erwähnt sind<sup>1</sup>. Die Veröffentlichung der Angebotsdokumente in den Zeitungen kann zudem nur einen kleinen Kreis von interessierten Personen erreichen, dies aus folgenden Gründen: Die Auflagen von gedruckten Zeitungen sind rückläufig, in den elektronischen Ausgaben sind je nach Art des Zugriffs keine Inserate ersichtlich und in der nicht-schweizerischen Ausgabe der Neuen Zürcher Zeitung werden die Angebotsdokumente gar nicht veröffentlicht (im Zusammenhang mit der Einhaltung von Angebotsrestriktionen).

---

<sup>1</sup> Die in der Anhörung als Beispiel erwähnte Problematik der zahlreichen Veröffentlichungen bei einem konkurrierenden Angebot wäre ohne die Pflicht zur Veröffentlichung in den Zeitungen entschärft.



Wir möchten deshalb vorschlagen, dass die Angebotsdokumente nicht mehr in den Zeitungen zu veröffentlichen sind, die Veröffentlichung durch elektronische Medien und die Veröffentlichung auf der Webseite des Anbieters wären ausreichend. Mit dem Wegfall der Pflicht zur Veröffentlichung in den Zeitungen wäre auch kein Angebotsinserat mehr nötig. Dieses wird ja ausschliesslich zum Zwecke der Veröffentlichung in den Zeitungen erstellt.

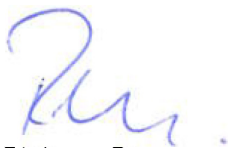
Die übrigen Publikationen würden beibehalten (mit ausschliesslicher Veröffentlichung durch elektronische Medien und Veröffentlichung auf der Webseite des Anbieters), wobei das Zwischen- und Endergebnis wie vorgeschlagen mit jeweils nur einer Publikation bekannt gegeben werden kann. Allerdings müsste das Zwischen- bzw. Endergebnis spätestens einen Werktag nach dem Ende der Angebots- bzw. Nachfrist veröffentlicht werden, um einen evtl. Konflikt mit Ad hoc-Publizitätsvorschriften zu vermeiden.

Wir möchten noch erwähnen, dass die heutige Usanz, die Voranmeldung drei Tage nach der Veröffentlichung durch elektronische Medien in den Zeitungen zu publizieren, nicht auf eine „Bequemlichkeit“ der beteiligten Parteien zurückzuführen ist, sondern dass dies primär aus Vertraulichkeitsgründen so erfolgt. Die (Platz)Reservation einer Zeitungspublikation muss im Prinzip mindestens zwei Werktage vor der Veröffentlichung erfolgen. Gemäss dem vorgeschlagenen neuen Art. 6b UEV müsste die Reservation also vor der Bekanntgabe eines öffentlichen Kaufangebots erfolgen. Das „Gut zum Druck“ einer Zeitungspublikation muss normalerweise bis späterer Vormittag einen Werktag vor der Veröffentlichung erfolgen. Damit das „Gut zum Druck“ für eine Publikation in den Zeitungen einen Werktag nach Veröffentlichung durch die elektronischen Medien rechtzeitig erteilt werden könnte, müsste somit der Satz der Voranmeldung ebenfalls vor der Bekanntgabe eines öffentlichen Kaufangebots erfolgen<sup>2</sup>. Heute kann die Reservation wie auch der Satz der Voranmeldung erst nach der Bekanntgabe eines öffentlichen Kaufangebots erfolgen. Dadurch wird der Kreis der über ein öffentliches Kaufangebot informierten Personen, insbesondere auch ausserhalb des Anbieters, verringert werden.

Wir hoffen, dass wir Ihnen mit unseren Ausführungen nützliche Informationen geben können. Wir sind gerne bereit, Ihnen den Prozess im Zusammenhang mit der Aufgabe von Zeitungsinseraten persönlich zu erläutern.

Freundliche Grüsse

CREDIT SUISSE AG



Friedemann Renz  
Director



Andreas Daepf  
Director

---

<sup>2</sup> Bei der praxisfremden gleichzeitigen Publikation der Voranmeldung durch die elektronischen Medien und in den Zeitungen wie sie Absatz 1 von Art. 6b UEV als Regelfall vorsieht, müsste das „Gut zum Druck“ sogar vor der Bekanntgabe eines öffentlichen Kaufangebots erfolgen. Dies lässt sich kaum mit dem im Zusammenhang mit Insiderinformationen zu verfolgenden Prozedere vereinbaren.

Übernahmekommission  
Prof. Dr. Luc Thévenoz  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

Zürich, 11. September 2014  
(grj/stp/snn)

## **Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses) Stellungnahme Ernst & Young AG**

Sehr geehrter Herr Präsident

### **Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)**

Der Vorschlag der Übernahmekommission („UEK“), den geltenden Art. 6b der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote („UEV“) durch eine Bestimmung zu ersetzen, welche der generellen Beanspruchung der Frist von drei Tagen einen Riegel schiebt, stellt eine optimalere Verbreitung der Informationen sicher und verhindert, dass diejenigen Aktionäre, die sich nicht den elektronischen Medien bedienen, deutlich später informiert werden. Diese nicht unerhebliche zeitliche Verzögerung für gewisse Anleger, verbunden mit dem Umstand, dass es bei bestimmten Transaktionen mit zusätzlichen Veröffentlichungen (z.B. bei konkurrierenden Angeboten) in der Summe zu einer erheblichen Verlängerung der Angebotsdauer kommen kann, macht den Bedarf für eine Revision insgesamt nachvollziehbar.

Als Gründe für die Notwendigkeit des zeitlichen Auseinanderfallens der Veröffentlichung in den Zeitungen und in den elektronischen Medien unter geltendem Recht werden regelmässig das Risiko eines Lecks aufgrund der Vorlaufzeiten der Printmedien sowie der Koordinationsbedarf mit der Ad hoc-Meldung der Zielgesellschaft bei freundlichen Angeboten genannt. Trotzdem war die zeitgleiche Veröffentlichung in den Zeitungen und elektronischen Medien dem schweizerischen Übernahmerecht nicht unbekannt. Gemäss Praxis der UEK musste der Verwaltungsratsbericht vor der jüngsten Revision der UEV vom 1. Mai 2013 am selben Tag sowohl den elektronischen Medien zugestellt als auch in den Printmedien veröffentlicht werden. Die UEK stellte in ihrer Verfügung 403/03 i.S. *Harwanne Compagnie de participation industrielles et financières SA*, E. 1, Rz 5 f., klar, dass es sich bei der Zustellung eines Dokumentes an den Inseratedienst einer Zeitung nicht um eine selektive Information unter Verletzung der Ad hoc-Publizität handle. Die zeitgleiche Publikation in den verschiedenen Medien lässt sich daher in der Praxis grundsätzlich bewerkstelligen.

Gemäss Art. 6b Abs. 2 E-UEV soll die Veröffentlichung in den Zeitungen am Werktag (inklusive Samstag) nach der elektronischen Veröffentlichung erfolgen können, sofern dies zur Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften oder aus anderen wichtigen Gründen erforderlich ist. In solchen Fällen wird die Prüfstelle unter revidiertem Recht zusätzlich prüfen müssen, ob eine Ad hoc-Mitteilung erfolgte bzw. ob andere wichtige Gründe vorlagen. Ob im konkreten Fall eine Publikation in den Zeitungen am Werktag (inklusive Samstag) nach der elektronischen Veröffentlichung tatsächlich erforderlich und daher gerechtfertigt war, wird jedoch nicht Gegenstand der Prüfung sein können. Die Antwort auf diese Frage wird in der Praxis nicht immer ohne weiteres zu geben sein. In Abwägung der verschiedenen Interessen stellt sich daher die Frage, ob es nicht klarer und sicherer wäre, generell eine Publikation in den

Zeitungen am Werktag (inklusive Samstag) nach der elektronischen Veröffentlichung zuzulassen. Die Tatsache, dass Art. 6b Abs. 3 E-UEV erst bei einer weitergehenden „Verschiebung“ der Veröffentlichung in den Zeitungen die Zustimmung der UEK verlangt, lässt immerhin den Schluss zu, dass diesbezüglich bereits eine gewisse Toleranz besteht.

**Revision von Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

Die Vereinfachung der Veröffentlichungen im Zusammenhang mit den Zwischen- und Endergebnissen ist zu begrüßen. Die verschiedenen Veröffentlichungen und die nicht ohne weiteres selbsterklärenden Termini „definitives Zwischenergebnis“ und „provisorisches Endergebnis“ führten in der Praxis tatsächlich regelmässig zu Verwirrung.

Freundliche Grüsse

Ernst & Young AG



Dr. Jvo Grundler  
Partner



Dan Steiner  
Executive Director



VERTRAULICH

Swiss Takeover Board  
z.H. Luc Thévenoz  
Präsident  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

Zürich, 11. September 2014

Ihre Kontaktperson: Alexander Cassani, T: +41 58 317 3673

**Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV und Art. 44 UEV**

Sehr geehrte Damen und Herren

Gerne ergreifen wir die Gelegenheit, aus Sicht eines "Offer Managers" bei Kauf- und Tauschangeboten von an der SIX kotierten Gesellschaften zur geplanten Revision der Art 6b UEV und Art 44 UEV Stellung zu nehmen.

Wir empfehlen der Übernahmekommission, auf die geplante Revision des Artikel 6b der UEV zu verzichten, während wir die Anpassung des Artikels 44 begrüssen und empfehlen, dem Anbieter für die Publikation des Zwischen- und Endergebnisses eine Frist von drei Börsentagen zu gewähren. Artikel 44 muss ergänzend bestimmen, dass die Publikation unabhängig vom Mittel (elektronisch / Print) am gleichen Tag erfolgt (unter Vorbehalt der ad-hoc Publizität).

Begründung:

1. (Art 6b) Grundsätzlich sehen wir bei der Verfahrensdauer eines Kauf- bzw. Umtauschangebots keinen Handlungsbedarf, das Verfahren zu verkürzen. Oft ist die Verfahrensdauer nicht nur durch den übernahmerechtlichen Prozess bestimmt, sondern durch andere Verfahren, z.B. die Zustimmung der nationalen / internationalen Wettbewerbs- oder Aufsichtsbehörden. Aus Optik der Aktionäre der Zielgesellschaft ist letztlich wesentlich, wie lange der Prozess insgesamt dauert; wenig erheblich ist die Dauer des übernahmerechtlichen Verfahrens für sich alleine. Da die wettbewerbsrechtliche oder Aufsichtsrechtliche Zustimmung, sofern sie zum Tragen kommt, i.d.R. verfahrensdauerbestimmend ist (siehe z.B. BASF Kaufangebot auf CIBA), bringt eine geringfügige Verkürzung des übernahmerechtlichen Verfahrens wenig bis keine substantiellen Vorteile. Die von der Übernahmekommission ins Feld geführten längeren Verfahren bei Konkurrenzangeboten erachten wir aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft als nicht nachteilig, da gerade die Aktionäre der Zielgesellschaft am meisten von einem Bieterwettbewerb profitieren und die im Bieterwettbewerb realisierte Preissteigerung den Aktionär für die längere Verfahrensdauer entschädigt (Beispiele: Victoria Jungfrau Collection, Publigroupe, SIG).



2. (Art. 6b) Die von der Übernahmekommission vorgeschlagene Lösung ist unnötig kompliziert und verzögert die Information des Marktes. Um elektronische Publikation und Printpublikation gleichzuschalten, ist die elektronische Publikation zu verzögern und dem Printprozess anzupassen. Um einfachere Meldungen in den Printmedien absetzen zu können, sind nach unserer Erfahrung mindestens zwei Arbeitstage notwendig. D.h. T-2 wird ein Entwurf der Meldung an die Zeitungen versandt, welche diese absetzen und dem Auftraggeber einen Abzug zur Prüfung zukommen lassen. In der Regel dauert es 1-2 zusätzliche Runden, bis das Gut zum Druck erfolgen kann. Das Gut zum Druck muss um 12'00 des Vortages der Publikation erfolgt sein. Zu beachten ist auch, dass beim Anbieter und der Zielgesellschaft verschiedene Parteien (Gesellschaft, Legal Adviser, Offer Manager, evt. Financial Advisor, evt. Kommunikationsberater) involviert sind, welche zu koordinieren sind. Zudem müssen bei den Gesellschaften Entscheide vorbereitet und u.U. in mehreren Gremien diskutiert und entschieden werden, bevor eine Meldung im Inhalt festgelegt werden kann. Um elektronische und Printpublikation gleichzuschalten, muss die elektronische Publikation um mindestens zwei, evt. auch drei Tage verzögert werden, womit die notwendige Verfahrenszeit sich nicht wesentlich von der heutigen, funktionierenden Lösung unterscheidet. Zudem muss der Anbieter neu bei jeder Meldung abklären, ob diese ad-hoc Publizitätspflichtig ist und zeitverzugslos vorzunehmen ist. Wir gehen ohne vertiefte Prüfung davon aus, dass die meisten übernahmerechtlichen Publikationen ad-hoc meldepflichtig sind. Anspruchsvollere Publikationen wie Voranmeldung und Angebotsprospekt benötigen zudem einen längeren Vorlauf bei den Printmedien i.S. (i) einer frühzeitigen Reservation des benötigten Platzes und i.S. einer längeren Prozessdauer zwischen Absetzen des 1. Entwurfs und dem Gut zum Druck.
3. (Art 6b) In der Regel beginnt der Fristenlauf bei der Voranmeldung faktisch mit dem Tag der elektronischen Publikation. D.h. es ist für die Verfahrensdauer unerheblich, dass die Voranmeldung in den Printmedien mit bis zu 3 Tagen Verzögerung publiziert wird. Den Aktionären der Zielgesellschaft entsteht dadurch kein Nachteil. In der Praxis würden Anbieter wohl oft die Ausnahme nach Art 6b Abs. 2 in Anspruch nehmen, z.B. bei einem effektiven oder drohenden Informationsleck. In solchen Fällen ist die Einholung der Zustimmung der Übernahmekommission gemäss Art 6b Abs. 3 eine zusätzliche, unnötige Komplikation in einem Umfeld, indem ohnehin bereits hoher Zeitdruck besteht.
4. (Art 44) Wir begrüssen die Reduktion der Meldungen zum Zwischenergebnis und zum Endergebnis auf zwei definitive Meldungen. Um diese gleichzeitig in den elektronischen Medien und in den Printmedien publizieren zu können, ist nach unseren Erfahrungen eine Frist von 3 Börsentage notwendig. Zur Verfahrensdauer bei den Printmedien gelten die vorstehenden Bemerkungen zu Art 6b. Dazu kommt, dass es aus unserer Erfahrung ab Ende Angebotsfrist bzw. Ende Nachfrist durchaus 24 bis 48 Stunden dauern kann, bis das definitive Zwischenergebnis bzw. das definitive Endergebnis feststeht. Das definitive Ergebnis muss spätestens 1 Stunde vor dem GzD für die Printmedien feststehen, d.h. spätestens um 11'00 des Vortages der Publikation, womit sich insgesamt die drei Börsentage ergeben. Wir haben wiederholt festgestellt, dass die Meldungen der SIX SIS betreffend Angebotsresultat einer vertieften Abklärung bedurften, um zum korrekten Resultat zu kommen. Gründe dafür können sein:
  - a. Unklare Meldung seitens der SIX SIS, z.B. bei Umtauschangeboten betreffend Behandlung der Fraktionen;

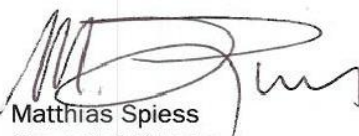


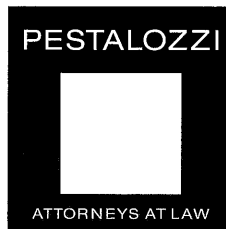
- b. Fehlerhafte Meldungen der SIX SIS, d.h. es folgt auf die 1. Meldung noch eine Korrektur.
  - c. Nachmeldungen, d.h. Banken melden zu spät oder für das falsche Angebot (bei konkurrierenden Offerten) bzw. Aktionäre dienen ihre Aktien zu spät an (z.B. Heimverwahrer). Bei zeitlichem Spielraum können diese verspäteten Meldungen / Andienungen noch berücksichtigt werden.
  - d. Andienende Aktionäre, deren Depotbanken oder die Zielgesellschaft halten sich nicht immer an die Prozessvorgaben (z.B. Bankenschreiben). Beispiele: (i) es werden Vorratsaktien der Gesellschaft, die nicht vom Angebot erfasst sind, angedient oder (ii) Aktionäre der Zielgesellschaft, die sich zu einer Abtretung der Aktien an den Anbieter verpflichtet haben, dienen diese im Angebot an (anstelle der vereinbarten direkter Übertragung) oder dienen diese entgegen den getroffenen Abreden nicht in der ordentlichen Frist an. Da der Offer Manager von der SIX SIS nur eine Gesamtzahl der angedienten Aktien erhält, ist diese Meldung in solchen Fällen interpretationsbedürftig und muss mit dem Anbieter und allfälligen, weiteren Parteien (z.B. Zielgesellschaft, Aktionäre der Zielgesellschaft) geprüft werden, um letztlich zu einem korrekten Resultat zu kommen. Dieser Prozess benötigt Zeit.
5. (Art 44) Sofern auf eine Revision von Art 6b, wie von uns empfohlen, verzichtet wird, wäre die gleichzeitige Publikation in elektronischen und Printmedien in Art 44 zu regeln. Ferner ist eine Ausnahmeregelung für ad-hoc Meldungen vorzusehen (bei drohenden Infolecks).

Wir bedanken uns für die Gelegenheit, Stellung zur geplanten Revision der Art 6b und Art 44 UEV beziehen zu können und stehen Ihnen bei allfälligen Fragen bzw. Unklarheiten in Bezug auf unsere Stellungnahme gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse  
Bank J. Safra Sarasin AG

  
Alexander Cassani  
Managing Director

  
Matthias Spiess  
Managing Director



**100** years  
1911  
2011

**PER EMAIL**

an [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)

Übernahmekommission  
z.Hd. des Präsidenten  
Selnausstrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

**Severin Roelli**  
Rechtsanwalt, LL.M.

Eingetragen im Anwaltsregister  
des Kantons Zürich

+41 44 217 92 68  
[severin.roelli@pestalozzilaw.com](mailto:severin.roelli@pestalozzilaw.com)

**Dr. Christian Leuenberger**  
Rechtsanwalt, LL.M.

Eingetragen im Anwaltsregister  
des Kantons Zürich

+41 44 217 92 13  
[christian.leuenberger@pestalozzilaw.com](mailto:christian.leuenberger@pestalozzilaw.com)

Zürich, 12. September 2014

FACH10\_20140912\_Stellungnahmen Revision UEV\_final.DOCX

**Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV und Art. 44 UEV: Pestalozzi Stellungnahme**

Sehr geehrter Herr Präsident,  
sehr geehrte Damen und Herren

Mit ihrem Schreiben vom 30. Juli 2014 ("UEK-Schreiben") eröffnete die UEK die Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses). Fristgerecht nimmt Pestalozzi Rechtsanwälte AG mit diesem Schreiben Stellung zu den Vorschlägen der UEK.

**1. Art. 6 UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)**

**1.1 Vorschläge der UEK**

Die UEK schlägt vor, den geltenden Art. 6b UEV durch eine Bestimmung zu ersetzen, welche der generellen Beanspruchung der Frist von drei Börsentagen einen Riegel schiebt. Als Grundsatz würde demnach gelten, dass die Veröffentlichungen in den elektronischen Medien und in den Zeitungen gleichzeitig erfolgen müssen. Nur dann, wenn dies zur Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften (oder aus anderen wichtigen Gründen) zwingend erforderlich wäre, dürfte die Veröffentlichung in den

Zeitungen einen Werktag (inklusive Samstag) später erfolgen (statt wie heute drei Börsentage). Eine noch weitergehende „Verschiebung“ der Veröffentlichung in den Zeitungen bedürfte der Genehmigung durch die UEK.

Als eine weitere kleine Änderung in diesem Zusammenhang schlägt die UEK vor, dass die Veröffentlichung in den Zeitungen nicht mehr ausschliesslich an einem Börsentag, sondern zusätzlich auch an einem Samstag erfolgen kann. Diese Neuerung dient der Verfahrensverkürzung und bietet sich an, weil die für eine Veröffentlichung in Frage kommenden deutsch- und französischsprachigen Zeitungen über eine Samstagsausgabe verfügen.

Aus unserer Sicht sind die Vorschläge der UEK abzulehnen bzw. eine andere Regelung vorzuziehen (vgl. Ziffer 1.2.2). Die Vorschläge der UEK fokussieren zu sehr auf Probleme im Zusammenhang mit Ad hoc-Publizitätsvorschriften (wobei sich diese dann doch nicht befriedigend lösen lassen) und vernachlässigen die Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der technischen Abwicklung von Druckaufträgen an Zeitungen, welche ihrerseits schnelle Reaktionen im übernahmerechtlichen Prozess verhindern (vgl. Ziffer 1.2.1.1). Die Rechtssicherheit wird zudem durch die vorgeschlagenen Neuerungen in so grundlegenden Bereichen wie der Bestimmung des Mindestpreises vermindert (vgl. Ziffer 1.2.1.2 und 1.2.1.3) und der Kreis von Insidern wird ohne Not erweitert (vgl. Ziffer 1.2.1.4). Schliesslich führt die Abkehr vom Konzept der Börsentage bei der Fristenberechnung zu einer unerwünschten Verkomplizierung der Fristenberechnung im Übernahmerecht (vgl. Ziffer 1.2.1.5).

## ***1.2 Stellungnahme und Vorschläge von Pestalozzi***

### ***1.2.1 Nachteile der Vorschläge der UEK***

Die Vorschläge der UEK zu Art. 6b UEV sind aus unserer Sicht nicht praktikabel bzw. mit nicht zu rechtfertigenden Nachteilen verbunden:

#### ***1.2.1.1 Zeitliche Aspekte – Wegfall der Flexibilität***

Vorweg einige Ausführungen zu den Bedingungen für die Publikation eines übernahmerechtlich relevanten Dokumentes, wie z.B. einer Voranmeldung oder einer Angebotsänderung ("**Dokument**") in den Zeitungen und in den bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten ("**Informationsdienstleister**"):



Zeitungen – die Übermittlung des Dokuments muss je nach Zeitung um 10.00 Uhr (L'Agefi)<sup>1</sup> bzw. 14.00 Uhr (NZZ)<sup>2</sup> **zwei Werk- bzw. Arbeitstage vor Erscheinen** bzw. um 12.00 Uhr **drei Werkstage vor Erscheinen** (LeTemps)<sup>3</sup> der entsprechenden Ausgabe der Zeitung per Email erfolgen. Das Dokument muss dabei in druckfähiger Form (d.h. in gesetzter Form, also nach Bearbeitung durch den Setzer) geliefert werden. In der Praxis wird häufig schon lange vor den zwei bzw. drei Arbeitstagen der Anzeigepplatz reserviert, um sicher zu stellen, dass am gewünschten Publikationstermin dann auch genügend Platz für das Zeitungsinserat vorhanden ist.

Informationsdienstleister – die Übermittlung des Dokuments an die Informationsdienstleister erfolgt jeweils per Email nach Handelsschluss des dem Tag der Ankündigung vorgehenden Handelstags und spätestens ca. 6-8 Stunden vor Eröffnung des Handels am Tage der Ankündigung. Das Dokument muss dabei nicht in druckfähiger, gesetzter Form geliefert werden, d.h. das Dokument kann ohne Zuhilfenahme eines Setzers durch die Rechts- und Bankenberater des Anbieters erstellt werden. Eine Beschränkung der Publikationskapazität besteht bei den Informationsdienstleistern nicht.

Der oben aufgezeigte Prozess bringt es mit sich, dass ein Dokument nach inhaltlicher Fertigstellung spätestens innerhalb von 12 Stunden über die Informationsdienstleister verbreitet werden kann und somit seine übernahmerechtliche Wirkung entfaltet. Im Gegensatz dazu kann ein Dokument nach inhaltlicher Fertigstellung theoretisch frühestens nach zwei Arbeitstagen in den Zeitungen verbreitet werden und somit seine übernahmerechtlichen Wirkungen entfalten. In der Praxis wird dieser Zeitraum mindestens drei Arbeitstage dauern, da nach inhaltlicher Fertigstellung des Dokuments der Setzer die Druckvorlage erstellen muss. Da die Layout-Dienstleistung in der Regel nur während den ordentlichen Arbeitszeiten erbracht wird, und eine genaue Überprüfung der Druckfahne unerlässlich ist, wird die Publikation in den Zeitungen mindestens eine Vorlaufzeit von drei Arbeitstagen erfordern. Ob die Zeitungen ohne vorgängige Reservation des Anzeigepplatzes die Publikation zum angestrebten Zeitpunkt wiedergeben können ist zudem fraglich. Als Zwischenfazit kann daher festgestellt werden, dass eine Publikation in den Zeitungen in der Regel erst nach drei Arbeitstagen nach der inhaltlichen Fertigstellung des Dokuments erfolgen kann.

Würde (Konkurrenz-)Anbietern die Pflicht auferlegt, gleichzeitig mit der elektronischen Voranmeldung/Angebotsänderung die Voranmeldung/Angebotsänderung auch in den Zeitungen zu veröffentlichen, so würde die Flexibilität und damit die Fähigkeit auf Neuigkeiten unmittelbar zu reagieren in unerwünschtem Masse eingeschränkt.

---

<sup>1</sup> vgl. Anhang 1: *L'Agefi Mediakit 2014, Technische Daten und Übermittlung*, S. 4.

<sup>2</sup> vgl. Anhang 2: *NZZ Anzeigenpreise, Technische Richtlinien und Termine*, S.17.

<sup>3</sup> vgl. Anhang 3, *Le Temps Werbeangebot 2014, Technische Vorgaben und Konditionen*, S.13.

Zu denken ist z.B. an den Fall des Angebots der Venetos Holding AG auf die Schmolz + Bickenbach AG vom 1. Juli 2013 (vgl. 0540 - Schmolz + Bickenbach AG). Das Angebot der Venetos Holding AG wurde als Reaktion auf den für die Venetos Holding AG unbefriedigenden Ausgang des Kapitalerhöhungstraktandums an der Generalversammlung der Schmolz + Bickenbach AG unmittelbar nach Ende der Generalversammlung (gleichentags) vorangemeldet. Hätte die Publikation in den Zeitungen gleichzeitig erfolgen müssen, wäre eine derart unmittelbare Reaktion auf neue Fakten und somit eine rasche Voranmeldung nicht möglich gewesen.

Zu denken ist weiter an den Fall, in welchem ein Anbieter sein Angebot während der letzten zwei bis drei Tage vor Ablauf der Angebotsfrist zugunsten der Angebotsempfänger abändern will. Da die Dauer der technischen Abwicklung von Druckaufträgen drei Arbeitstage beträgt, könnte der Anbieter sein Angebot aufgrund der Vorschläge der UEK aus zeitlichen Gründen nicht mehr abändern. Faktisch bewirken die Vorschläge der UEK zur Änderung von Art. 6b UEV eine Verkürzung jener Fristen um drei Werktage, die mit der Publikation in den elektronischen Medien gewahrt werden (z.B. Art. 15 Abs. 5 UEV (Angebotsänderung), Art. 50 Abs. 2bis UEV (Lancierung Konkurrenzangebot)). Dies ist einem effizienten Unternehmenskontrollmarkt abträglich, da dadurch z.B. für die Lancierung von Konkurrenzangeboten noch weniger Zeit zur Verfügung steht.

Wir sind der Meinung, dass das Interesse der Investoren an einem agilen Unternehmenskontrollmarkt grösser ist, als das Interesse, den Übernahmeprozess mittels dieser Vorschläge der UEK zu verkürzen. Wir sind der Auffassung, dass dem Anliegen eines speditiven Übernahmeprozesses auf andere Weise Genüge getan werden kann (vgl. unser Lösungsvorschlag in Ziffer 1.2.2, hinten).

#### *1.2.1.2 Unklarheit aufgrund des Verweises auf Ad hoc-Publizitätsvorschriften bzw. der Formel "aus wichtigen Gründen"*

Der Vorschlag der UEK, die Veröffentlichung in den Zeitungen einen Werktag später zuzulassen, sofern "dies zur Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften oder aus anderen wichtigen Gründen erforderlich ist", löst die vorstehend dargestellte Problematik nicht.

Zunächst kann hinsichtlich der Frage, was Ad hoc-Publizitätsvorschriften in einem konkreten Fall erfordern, Uneinigkeit bestehen. Dies birgt das Potential, dass seitens der Zielgesellschaft oder qualifizierter Aktionäre ein Streit hinsichtlich der Berechtigung der späteren Publikation (bzw. des damit verbunden veränderten Mindestpreises) provoziert werden kann, um den Angebotsprozess für den Anbieter zu erschweren. Zu beachten ist, dass (neben den Ad hoc-Publizitätsvorschriften Schweizerischer Börsen) für Anbieter auch Ad hoc-Publizitätsvorschriften ausländischer Börsen zur Anwendung gelangen können. Dies kann die genannte Problematik verschärfen.

Die Verwendung der Formel "aus wichtigen Gründen" ist mit grosser Rechtsunsicherheit belastet. Es bedürfte in diesem Zusammenhang einer genauen Regelung der wichtigen Gründe in einem Rundschreiben. Ansonsten würde die Bestimmung toter Buchstabe bleiben, da der Anbieter bzw. seine Berater das Risiko eines Streits über die Wichtigkeit eines Grundes (und mithin über die Rechtfertigung der späteren Publikation bzw. den dadurch veränderten Mindestpreis) nicht auf sich nehmen würden.

Im Ergebnis muss unseres Erachtens eine Lösung gefunden werden, die es dem Anbieter erlaubt, den Mindestpreis vor Lancierung des Angebotes ohne jegliche Unsicherheiten berechnen zu können. Die Vorschläge der UEK sind diesem Ziel wegen ihrer Auslegungsbedürftigkeit bzw. -unsicherheit abträglich. Ebenso öffnen sie Tür und Tor für Verfahren zwischen Anbieter und Zielgesellschaft bzw. qualifizierten Aktionären, die dem Bestreben nach einem kurzen Übernahmeverfahren zuwider laufen. Die allfällige Verkürzung des Übernahmeverfahrens durch die von der UEK vorgeschlagenen Massnahmen um einige Tage wiegt diese Nachteile unseres Erachtens nicht auf.

#### *1.2.1.3 Vorgängige Genehmigung durch die UEK ist systemwidrig und nicht praktikabel*

Prinzipiell ist festzuhalten, dass die Möglichkeit des zeitlichen Auseinanderfallens der Verbreitung eines Dokumentes in den elektronischen Medien und in den Zeitungen im Übernahmerecht u.a. die rasche und unkomplizierte Verbreitung des Dokumentes erlauben soll. Damit wird den im Übernahmerecht kurz angesetzten Fristen Rechnung getragen (siehe z.B. Art. 15 Abs. 5 UEV-UEK: die Frist zur Verbreitung einer Angebotsänderung gilt als eingehalten, wenn das geänderte Angebot elektronisch verbreitet ist, oder auch Art. 50 Abs. 2bis UEV-UEK betr. die Lancierung eines Konkurrenzangebots). Wenn nun die UEK dieses Instrument nur noch nach vorgängiger Genehmigung gewähren will d.h. nach Durchlaufen eines formalisierten Verfahrens, dann verliert es seinen Sinn und Zweck.

Zudem kommt hinzu, dass der Vorschlag der UEK eine Verschiebung der Veröffentlichung in den Zeitungen auf später zuzulassen, wenn die UEK dies genehmigt, nicht praktikabel ist. Aufgrund der Dauer der technischen Abwicklung von Druckaufträgen (vgl. dazu vorne 1.2.1.1) müsste der Anbieter der UEK das Gesuch mehrere Tage im Voraus einreichen, sofern er nicht riskieren will, im Falle der Ablehnung gegen die übernahmerechtlichen Vorschriften zu verstossen. In der Realität (vgl. dazu den Beispielfall unter 1.2.1.1) wird dem Anbieter eine solche Vorlaufzeit nicht zur Verfügung stehen und die Bestimmung dürfte toter Buchstabe bleiben. Würde die Möglichkeit der Verschiebung nach Genehmigung durch die UEK genutzt, stellte sich unseres Erachtens die Frage, wie der Grundsatz des rechtlichen Gehörs der Beteiligten gewahrt würde. Falls der Zielgesellschaft dieses gewährt werden würde, könnte es zu den unter Ziffer 1.2.1.2 erwähnten verfahrensbedingten Verzögerungen kommen.

#### *1.2.1.4 Ausdehnen des Kreises von Insidern*

Die Voranmeldung, die Angebotsänderung bzw. das Konkurrenzangebot (bzw. die in ihnen enthaltenen Informationen) werden in aller Regel eine Insiderinformation darstellen. Die Gefahr, dass mit einer Insiderinformation verbotenerweise Insiderhandel betrieben wird, steigt mit der Anzahl Personen, die von der Insiderinformation Kenntnis haben. Die Vorschläge der UEK verlangen, dass die Voranmeldung bzw. andere Insiderinformationen hinsichtlich Angebot bzw. Konkurrenzangebote mehrere Arbeitstage (mindestens drei) vor der Veröffentlichung mindestens zwei Zeitungen und den Setzern zugestellt werden. Dadurch erhöht sich die Gefahr, dass Insiderhandel betrieben wird, und die UEK stellt sich mit den vorgeschlagenen Änderungen gegen den internationalen Trend, die Risiken für die Begehung von Insiderhandelsdelikten zu minimieren.

#### *1.2.1.5 Unsicherheiten aufgrund des Einbezugs von Samstagen*

Der Einbezug von Samstagen steht nicht im Einklang mit dem restlichen Übernahmerecht, welches bei den meisten Fristen auf Börsentage Bezug nimmt (Ausnahme ist z.B. die Sechs-Wochen-Frist von Art. 7 UEV-UEK oder die Zwei-Monats-Frist von Art. 37 BEHV-FINMA). Ein Bruch mit dem System der Börsentage für die Berechnung gewisser Fristen verkompliziert das Fristensystem übermässig und ist daher abzulehnen. Eine Ausnahmeregelung senkt unseres Erachtens die Rechtssicherheit. Zudem hat der Bezug auf Börsentage den Vorteil, dass an diesen stets eine Zeitung herausgegeben wird. Hingegen ist es möglich, dass Zeitungen an einem Samstag (je nachdem auf welchen Feiertag dieser fällt) keine Ausgabe herausgeben. Es müsste mithin präzisiert werden, dass die Regelung nur für Samstage gilt, an denen die in Frage kommenden Zeitungen eine Ausgabe herausgeben. Dies sorgt für weitere Unsicherheit, welche durch den Vorteil einer entsprechend kürzeren Dauer des Übernahmeverfahrens nicht gerechtfertigt erscheint.

### ***1.2.2 Vorschläge Pestalozzi***

Unseres Erachtens ist es nicht mehr zeitgemäss, dass bei übernahmerechtlichen Fristen der Fristenlauf aufgrund der Veröffentlichung eines übernahmerechtlichen Dokuments in den Zeitungen ausgelöst wird. Der Fristenlauf sollte am Tag der elektronischen Veröffentlichung bzw. Verbreitung beginnen. Damit würde jener Weg weitergegangen, der bereits mit der Revision vom 28. Januar 2013 eingeschlagen wurde, wonach für die Wahrung der übernahmerechtlichen Fristen auf die elektronische Veröffentlichung abgestellt wird (vgl. Erläuterungsbericht zur Revision der Verordnung über öffentliche Kaufangebote vom 10. April 2013, Rz. 23, 28 und 53 betreffend die Art. 8, 15 und 50 UEV).

Damit dürfte die Realität insofern reflektiert werden, als dass in der heutigen Zeit die Angebotsempfänger bereits durch die Verbreitung über die elektronischen Medien informiert sind. Es könnte daher auch darüber diskutiert werden, das Erfordernis einer Veröffentlichung in den Zeitungen aufzugeben – insbesondere, weil die damit verbundenen Kosten beträchtlich sind. Sofern das Erfordernis einer Veröffentlichung in den Zeitungen beibehalten wird, ist allerdings davon auszugehen, dass die Marktteilnehmer nicht nur die in der Zeitung veröffentlichten übernahmerechtlichen Dokumente zur Kenntnis nehmen, sondern auch die übrigen in der Zeitung enthaltenen Informationen. Soweit gegen unseren Vorschlag ins Feld geführt würde, dass sich für die Marktteilnehmer die Fristen in unzumutbarer Weise verkürzen, wäre zu entgegnen, dass die Marktteilnehmer in der Regel bereits an jenem Tag informiert sind, der auf die elektronische Veröffentlichung folgt, weil die Zeitungen schon dann darüber berichten.

## **2. Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**


Wir stimmen der Ansicht der UEK zu, dass der Zwischen- und Endergebnisveröffentlichungsmodus kompliziert ist und in der geltenden Form keinen ersichtlichen Mehrwert für die Beteiligten am Übernahmeprozess bringt.

Entsprechend begrüßen wir die Absicht der UEK, die Pflicht zur Publikation des provisorischen Zwischen- und Endergebnisses aufzuheben.

Die Frist zur Bekanntgabe des Zwischen- und Endergebnisses darf aber nicht weniger als die bis anhin für die Veröffentlichung des endgültigen Zwischen- und Endergebnisses geltende Frist von 4 Börsentagen nach Ablauf des Angebots betragen. In der Praxis hat sich nämlich gezeigt, dass die Information der beteiligten Banken, wie viele Aktien von ihren Kunden angedient wurden, oft erst nach zwei bis drei Börsentagen nach Ablauf der Angebotsfrist erfolgt. Entsprechend sollte die Frist für die Publikation des Zwischen- und Endergebnisses unverändert bleiben.

Sofern die Vorschläge der UEK betreffend Art. 6b UEV umgesetzt werden sollten, ist festzuhalten, dass eine Verkürzung der Frist für die Veröffentlichung des Zwischen- und Endergebnisses auf zwei bzw. drei Börsentage schon aus technischen Gründen nicht möglich ist (vgl. dazu vorne 1.2.1.1).

Freundliche Grüsse



Severin Roelli



Dr. Christian Leuenberger

Anhänge

- 1: L'Agefi Mediakit 2014
- 2: NZZ Anzeigenpreise 2014
- 3: Le Temps Werbeangebot 2014

Asia  
Pacific  
Bangkok  
Beijing  
Hanoi  
Ho Chi Minh City  
Hong Kong  
Jakarta  
Kuala Lumpur  
Manila  
Melbourne  
Seoul  
Shanghai  
Singapore  
Sydney  
Taipei  
Tokyo  
Yangon

**Europe,  
Middle East  
& Africa**

Abu Dhabi  
Almaty  
Amsterdam  
Antwerp  
Bahrain  
Baku  
Barcelona  
Berlin  
Brussels  
Budapest  
Cairo  
Casablanca  
Doha  
Dubai  
Dusseldorf  
Frankfurt / Main  
Geneva  
Istanbul  
Johannesburg  
Kyiv  
London  
Luxembourg  
Madrid  
Milan  
Moscow  
Munich  
Paris  
Prague  
Rome  
St. Petersburg  
Stockholm  
Vienna  
Warsaw  
Zurich

**North & South  
America**

Bogota  
Brasilia  
Buenos Aires  
Caracas  
Chicago  
Dallas  
Guadalajara  
Houston  
Juarez  
Lima  
Mexico City  
Miami  
Monterrey  
New York  
Palo Alto  
Porto Alegre  
Rio de Janeiro  
San Francisco  
Santiago  
Sao Paulo  
Tijuana  
Toronto  
Valencia  
Washington, DC

**Per E-mail: [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)**  
**Übernahmekommission**  
**Selnaustrasse 30**  
**Postfach 1758**  
**CH-8021 Zürich**

**Dr. Matthias Courvoisier**  
Rechtsanwalt / MSc in Finance (London  
Business School)  
[matthias.courvoisier@bakermckenzie.com](mailto:matthias.courvoisier@bakermckenzie.com)  
Direktwahl: 044 384 13 40

Zürich, 12. September 2014 MC / ant

**Vernehmlassung zu den vorgeschlagenen Änderungen von Art. 6b und Art. 44 UEV**

Sehr geehrter Herr Präsident,  
sehr geehrte Damen und Herren

Wir danken Ihnen für die Gelegenheit, zur vorgeschlagenen Änderung von Art. 6b und Art. 44 UEV Stellung nehmen zu können:

**A. Vorgeschlagene Änderung von Art. 6b UEV**

**1. Vorschlag nicht geeignet**

Wir teilen Ihre Auffassung, dass es nicht ideal ist, wenn für sämtliche Mitteilungen die dreitägige Frist von Art. 6b UEV in Anspruch genommen wird. Dieses Problem sollte unseres Erachtens aber anders gelöst werden, und zwar indem die Frist von Art. 6b UEV auf die Voranmeldung und die Stellungnahme nach Art. 61 UEV eingeschränkt oder die Zeitungspublikation überhaupt gestrichen wird. Dies aus folgenden Gründen:

**Zürich**

Urs Schenker  
Franz Schenker  
Martin Frey  
Markus Berni  
Michael Treis  
Kilian Perroulaz  
Hans-André Koch\*  
Urs Zenhäusern  
Peter Reinert  
Joachim Frick  
Kilian Perroulaz  
Marcel Giger  
Richard Gassmann  
Martin Furrer  
Lukas Glanzmann  
Marnin J. Michaels\*  
Beat Mathys  
Philippe Reich  
Florian Bommer  
Nicolas Passadelis  
Matthias Courvoisier

Alexander Wyss  
Theodor Härtsch  
Mario Kumschick  
Mark Livschitz  
Anne-Catherine Hahn  
Alexander Fischer  
Prisca Schleiffer Marais  
Lyubomir Georgiev\*\*  
Marie-Thérèse Yates\*  
Eva-Maria Strobel  
Samuel Marbacher  
Manuel Meyer  
Petra Hauser  
Sabine Herzog  
Michael Gusterer  
Stephan Weibel  
Niklaus Dietschi  
Muriel Pasche  
Anette Waygood-Weiner  
Elena Zafirova\*  
Johannes Vetsch  
Kathleen Weislehner

Robert Desax  
Fabienne Christen-Schibli  
Nina Keller  
David Buser  
Petra Hanselmann  
Dominik Baeriswyl  
Philippine Bossy  
Gregory C. Walsh\*  
Jan Nussbaumer  
Marion Schneider  
Timo Leis  
Annina Wirth  
Ella Campi\*  
Alexander Blaeser  
Roger Thomi  
André Kuhn  
Jean-Daniel Schmid  
Jacopo Crivellaro\*  
Roger Hegglin  
Philippe Monnier  
Lukas Scherer  
Markus Wolf

Carol Rothenfluh  
Matthias Trautmann  
Danilo Santucci\*  
Samuel Lötscher  
Daniel Dedeyan  
Alexander Eichhorn  
Carolin Morlock\*\*  
  
Prof. Vito Roberto, Konsulent  
Herbert Wohlmann, Konsulent  
Prof. Roger Zäch, Konsulent  
Prof. René Matteotti, Konsulent  
Tom O'Donnell, Konsulent\*  
Thomas Salmon, Konsulent\*

**Genève**

Denis Berdoz  
Daniel Peregrina  
Martin Anderson  
Per Prod'hom  
Stephanie Jarrett\*

Frédéric Bétrisey  
Rodolphe Gautier  
Hubert Gilliéron  
Serge Pannatier  
Olivier Ducrey  
Antonio Calvo  
Luca Beffa  
Rachel Fehr Marchand  
Jingjin Guo  
Aïcha Ladlami\*  
Albane De Ziegler  
Elliott Murray\*  
Marybelle Barras  
Myriam Ly\*  
Jennifer O'Brien\*

**Genève**

Rue Pedro-Meylan 5  
CH-1208 Geneva  
Tel: +41 22 707 98 00  
Fax: +41 22 707 98 01

Die in der Vernehmlassung vorgeschlagene Lösung führt zu Unsicherheiten durch Einführung auslegungsbedürftiger Rechtsbegriffe ("*Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften*", "*andere wichtige Gründe*"). Sie ist daher unter dem Gesichtspunkt der Rechtssicherheit problematisch. Die vorgeschlagene Lösung formuliert die Ausnahmen nach unserer Auffassung auch nicht zutreffend. Das Problem ist bei Angeboten nicht primär eines der Ad hoc-Publizität, sondern eines des Geschäftsgeheimnisses und der Insidervorschriften und ist für alle Anbieter bei der Voranmeldung immer gleich: Zeitungen müssen ca. zwei bis vier Tage vor der Publikation involviert werden, indem der Platz reserviert wird. Normalerweise verlangen Zeitungen das Gut zum Druck um den Mittag des Werktages vor der Publikation. Dies führt bei der Voranmeldung zu erheblichen Problemen, die bislang mit Art. 6b UEV gelöst waren:

- Normalerweise werden sämtliche Verträge (Kaufverträge mit bedeutenden Aktionären, Andienungsvereinbarungen, Finanzierungsvereinbarungen, Transaktionsvereinbarungen), egal, ob es sich um ein mit der Zielgesellschaft abgesprochenes oder nicht abgesprochenes Angebot handelt, am Abend vor der Voranmeldung unterschrieben. Das Gut zum Druck kann vor diesem Zeitpunkt gar nicht gegeben werden. Genau das verlangte die vorgeschlagene neue Vorschrift aber als Regel. Die Verträge zu einem Zeitpunkt zu unterzeichnen, bevor der Mindestpreis und die Angebotspflicht festgelegt werden können, ist nicht zumutbar:
- Die Übermittlung der vollständigen Voranmeldung an Zeitungen vor der offiziellen Veröffentlichung führt zur erheblichen Gefahr, dass ein Leck auftritt und das Angebot vorzeitig bekannt gemacht, Insiderhandel betrieben, der Kurs beeinflusst oder sonst wie die Information zum Nachteil des Anbieters ausgenutzt wird. Das kann nur verhindert werden, wenn der Anbieter die bindende Voranmeldung in den elektronischen Medien allein veröffentlichen kann, und zwar bei jedem Angebot. Es ist den Anbietern in keinem Fall zumutbar, einer Zeitung die zentralen Informationen über das Angebot vor der bindenden Bekanntmachung an das Publikum zuzustellen. Zur Sicherheit müsste mit der Zeitung vorgängig eine Vertraulichkeitsvereinbarung abgeschlossen werden. Das ist aber nicht möglich, weil gesagt werden müsste, wer Vertragspartei und was Gegenstand der Vertraulichkeit ist. Damit würde einem auf Neuigkeiten angewiesenen Medium bereits alles Wesentliche mitgeteilt. Eine Vertraulichkeitsvereinbarung widerspräche der Natur einer Zeitung und würde die Gefahr eines Lecks sogar erhöhen. Damit müsste die Ausnahmeregelung der vorgeschlagenen Vorschrift für Voranmeldungen sowieso die Regel ohne Ausnahme sein. Die vorgeschlagene neue Vorschrift schafft somit ohne Not Rechtsunsicherheit.



- Im Zeitpunkt des Guts zum Druck ist der anwendbare 60-Tage-VWAP nicht bekannt und es wird somit durch die neue Vorschrift ein Angebot zu diesem Mindestpreis verunmöglicht. Der Anbieter müsste zuerst die Mindestpreisregeln verletzen und dann in einer Korrektur den richtigen Mindestpreis setzen. Vorschriften, die Rechtsverletzungen Vorschub leisten, sind ungeeignet.
- Ein Konkurrenzanbieter kann sich in keinem Fall mehr auf Art. 50 Abs. 2<sup>bis</sup> UEV als letzten Zeitpunkt für ein Konkurrenzangebot verlassen, denn ob ein wichtiger Grund besteht, wird erst nachträglich von der Behörde festgelegt, weil eine vorgängige Prüfung nicht möglich ist.

Die vorgeschlagene Lösung ist somit nicht verhältnismässig. Sie schafft viel gravierendere Probleme und kreiert Rechtsunsicherheit, ohne dass dies zur Problemlösung erforderlich wäre.

## **2. Mögliche Lösungsvarianten**

### **a) Eingeschränkter Anwendungsbereich von Art. 6b UEV**

Das angesprochene Problem lässt sich einfach und verhältnismässig durch folgende Varianten lösen:

- (1) Im Bereich der Angebote wird Art. 6b UEV auf die Voranmeldung eingeschränkt. Die oben erwähnten Probleme stellen sich nämlich nur bei der Voranmeldung, mit der der Mindestpreis festgelegt und die Pflicht zum Angebot ausgelöst wird:

Bei der erstmaligen Prospektpublikation stellt sich das Problem nicht, denn die zentralen Elemente (Mindestpreis und Pflicht zum Angebot) wurden mit der Voranmeldung fixiert. Möchte der Anbieter keine Voranmeldung veröffentlichen, so ist eine direkte elektronische Prospektpublikation einer Voranmeldung gleichgestellt, weil alle Informationen enthalten sind, die eine Voranmeldung verlangt.

Bei Prospektänderungen stellt sich das Problem auch nicht, weil der Mindestpreis feststeht und die Pflicht zum Angebot bereits ausgelöst wurde. Sind im Zusammenhang mit der Prospektänderung Verträge abzuschliessen, kann dies am Abend des Tages 0 erfolgen, eine Medienmitteilung im Sinne einer Ad hoc-Meldung am Tag 1 und die Prospektänderung in den Zeitungen und in den elektronischen Medien am Tag 2. Das ist möglich, weil der Mindestpreis bereits festgelegt ist und die Pflicht zur Fortsetzung des Angebots besteht. Die Ad hoc-Meldung am Tag 1 kann keinen nachteiligen Einfluss auf das Angebot haben.

Bei der Publikation des Verwaltungsratsberichts stellt sich das Problem ebenfalls nicht, denn der Verzicht auf die Anwendung von Art. 6b UEV bewirkt allein, dass allenfalls bereits ein Tag vor der Publikation des Verwaltungsratsberichts eine kurze Ad hoc-Meldung über die Position des Verwaltungsrates erfolgen muss und damit die Prüfungsfrist des Verwaltungsrates um einen Tag verkürzt wird. Problematisch ist das nicht. Alternativ kann Art. 6b UEV für den Verwaltungsratsbericht beibehalten werden. Die Veröffentlichung des Verwaltungsratsberichts löst nämlich keinerlei Fristen aus.

- (2) Beim Konkurrenzangebot muss Art. 6b UEV beibehalten werden, soweit es um die Fristwahrung durch elektronische Voranmeldungspublikation geht. Allerdings sollte dann in Art. 50 Abs. 2 UEV festgehalten werden, dass die fünftägige Frist ab der elektronischen Publikation der Voranmeldung läuft.
- (3) Bei Art. 61 UEV sollte der bisherige Art. 6b UEV beibehalten werden, denn hier ergibt sich immer eine Ad hoc-Problematik, die eine Anwendung des bisherigen Art. 6b rechtfertigt.

**b) Fristauslösung durch die elektronische Publikation**

Die Problematik der Fristverlängerung könnte alternativ dadurch vollständig behoben werden, dass die Fristauslösung in allen Fällen auf den Zeitpunkt der elektronischen Publikation bezogen wird. Das wäre nur beim Zwischenergebnis nicht möglich, weil der Entscheid über die Bedingungen erst mit dem definitiven Zwischenergebnis erfolgt.

**c) Abschaffung der Zeitungspublikation als sinnvollste Variante**

Die sinnvollste Lösung sämtlicher Probleme im Zusammenhang mit der Publikation von Angeboten ist allerdings die Abschaffung der Zeitungspublikation. Die Verbreitung des Internets und die Praxis der Banken, ihre Kunden über das Angebot zu informieren, machen Zeitungspublikationen überflüssig. Auch steht es jedem Anbieter frei, irgendwelche Zeitungen für die Publikation auszuwählen. Keineswegs ist er gezwungen, die NZZ zu wählen, sondern er kann auch im Blick, im Tages Anzeiger, etc. publizieren. Ob ein Angebotsempfänger die gewählten Zeitungen liest oder nicht und ob er die Publikation in dieser Zeitung entdeckt, ist reiner Zufall. Auch ist die Zeitungspublikation auf den einen Tag beschränkt und nachträglich nicht mehr erhältlich. Daher ist die Zeitungspublikation eine ungeeignete Art der Publikation.

Art. 64 Abs. 3 des Entwurfs zum FIDLEG hat diese Konsequenz gezogen und sieht von einer obligatorischen Zeitungspublikation ab. Auch die SIX hat das Kotierungsinsert abgeschafft und gänzlich auf die elektronischen Medien umgestellt. Es ist höchste Zeit, dass die UEK als fortschrittliche Behörde dies so rasch als möglich umsetzt. Die Aufgabe der Zeitungspublikation entspricht im Übrigen auch dem internationalen Trend:

- In England gibt es keine Vorschrift, die die Publikation in einer Zeitung verlangt. Davon gibt es eine Ausnahme dann, wenn ein Angebot für weniger als alle (und normalerweise weniger als 30% der) Aktien einer Gesellschaft unterbreitet wird.
- In Deutschland ist keine Publikation in den Zeitungen erforderlich. Es muss lediglich eine gedruckte Fassung zugestellt werden, wenn dies verlangt wird. Die Webseite für die Angebotsdokumente und die Bezugsadresse für die gedruckte Version muss im Bundesanzeiger publiziert werden. Der Bundesanzeiger ist eine rein elektronische Publikation.

Mit der Abschaffung der Zeitungspublikation liessen sich auch erhebliche Kosten von zwischen CHF 100,000 und CHF 200,000 pro Angebot einsparen. Dies ist für die Angebotsempfänger sicherlich von Vorteil, weil solche Einsparungen potentiell ihnen zugute kommen.

Eine entsprechende Änderung läge in der Kompetenz der UEK (Art. 28 lit. b BEHG). Die rein elektronische Publikation ist auch die einzige verhältnismässige Lösung. Es sollte dem privatautonom handelnden Anbieter nicht vorgeschrieben werden, sein Angebot im äusserst teuren Medium Zeitung verbreiten zu müssen, bei dem es sehr unsicher ist, ob überhaupt Angebotsempfänger sinnvoll erreicht werden können.

## **B. Vorgeschlagene Änderung von Art. 44 UEV**

Wir teilen Ihre Auffassung, dass Angebotsempfänger durch die mehrfache Ergebnispublikation verwirrt sein könnten, nicht. Der durchschnittliche Anleger ist nicht der durchschnittliche Konsument, sondern kann als in Börsengeschäften erfahrene Person sehr wohl zwischen den verschiedenen Meldungen unterscheiden. In diesem Sinne zielt die vorgeschlagene Änderung auf kein zu lösendes Problem ab.

In vielen Fällen muss zudem ohnehin am ersten Tag nach der Angebotsfrist eine Ergebnismeldung erfolgen, weil sie durch börsenrechtliche Ad hoc-Vorschriften vorgeschrieben ist. Insofern läuft der Kampf gegen die Meldungsflut ins Leere.

Auch ist die Verkürzung der Frist für die definitive Meldung des Zwischenergebnisses nicht sinnvoll, denn wenn zum Beispiel die Bedingung der Andienungsschwelle

nicht erfüllt ist, muss sich der Anbieter überlegen, ob er auf diese Schwelle verzichten soll oder nicht. Dies erfordert häufig die Konsultation mit verschiedenen Stellen, einschliesslich finanzierenden Banken. Die Frist von vier Börsentagen sollte daher beim Zwischenergebnis nicht verkürzt werden. Auch bei bester Planung dieses Szenarios sind einige Tage erforderlich, um die Entscheide zu treffen.

Das Problem der Meldungsflut lässt sich somit mit der vorgeschlagenen Lösung nicht eindämmen. Eine Erleichterung wäre dagegen durch Abschaffung der Zeitungspublikation zu erreichen.

Bei Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen



Baker & McKenzie Zurich

**Dieter Dubs**  
Dr., LL.M.  
+41 58 261 50 00  
[dieter.dubs@baerkarrer.ch](mailto:dieter.dubs@baerkarrer.ch)

**Mariel Hoch**  
Dr., Rechtsanwältin  
+41 58 261 50 00  
[mariel.hoch@baerkarrer.ch](mailto:mariel.hoch@baerkarrer.ch)

**BÄR  
& KARRER**

### **Einschreiben / Vorab per Email**

Herrn Prof. Dr. Luc Thévenoz  
Präsident der Übernahmekommission  
Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
8021 Zürich

Zürich, 12. September 2014

[//sp/stellungnahme bk zeitungspublikationen.doc](#)

## **Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses) vom 30. Juli 2014**

Sehr geehrter Herr Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren Kommissionsmitglieder

Wir beziehen uns auf den von Ihrer Kommission vorgelegten, kommentierten Entwurf einer Neuregelung der Bestimmungen zur Veröffentlichung der Angebotsdokumentation in den Zeitungen (Art. 6b UEV und auf diesen verweisende Bestimmungen) und zu den Veröffentlichungsvorgaben betreffend das Zwischen- und Endergebnis öffentlicher Kaufangebote (Art. 44 UEV und auf diesen verweisende Bestimmungen) vom 30. Juli 2014 ("**Vorschlag**").

Sie haben interessierte Kreise eingeladen, sich bis zum 12. September 2014 im Rahmen einer Anhörung zum vorgelegten Vorschlag zu äussern. Wir danken für diese Gelegenheit und nehmen namens der Bär & Karrer AG hiermit wie folgt zum Vorschlag Stellung:

### **1 Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)**

- 1 Wir begrüssen, dass die Übernahmekommission beabsichtigt, das übernahmerechtliche Verfahren zu straffen. Wir sind jedoch der Ansicht, dass die Streichung der Frist zwischen elektronischer Veröffentlichung und der Veröffentlichung in den Zeitungen der davon betroffenen übernahmerechtlichen Dokumentation respekti-

ve (in begründeten Fällen) die Verkürzung der Frist auf einen Börsentag in der Praxis Probleme bringen könnte und kein geeignetes Mittel darstellt.


- 2 Das Risiko eines Lecks und damit verbunden von Insiderhandel vor der Publikation der oftmals kursrelevanten Informationen würde sich für einen Anbieter durch die vorgeschlagene Änderung von Art. 6b UEV in einem – im Vergleich zu den Vorteilen der Neuregelung – nicht rechtfertigen Ausmass erhöhen. Dies aus folgenden Gründen:
- 3 Die Einbindung der Printmedien und deren teilweise ausgelagerte Dienste durch die durchführende Bank vor der elektronischen Publikation der betroffenen Angebotsdokumente (am stärksten trifft dies natürlich auf die Voranmeldung zu, aber auch Änderungen des Angebotsprospektes enthalten vielfach preisrelevante Informationen), bringt wesentliche zusätzliche Risiken. Die Vorlaufzeit vor einer Veröffentlichung in den Zeitungen beträgt regelmässig mindestens zwei Börsentage vor dem Veröffentlichungsdatum, da die gesetzten Druckfahnen teilweise mehrfach korrigiert werden müssen (was nicht mangelnde Sorgfalt der Printmedien, sondern ein normaler Prozess ist).
- 4 Die im Vorschlag vorgesehene ausdrückliche Ausnahme der Einhaltung der Ad hoc-Publizitätsvorschriften stellt zudem bei der betroffenen Angebotsdokumentation die Regel dar. Ein Börsentag ist dazu, wie oben erwähnt, in den meisten Fällen nicht ausreichend.
- 5 Der Umstand, dass die geltende Frist zur Veröffentlichung in den Zeitungen in den meisten Fällen ausgeschöpft wird, ist Beweis dafür, dass diese Frist technisch notwendig ist, gibt es doch zahlreiche Situationen, in denen der Anbieter ein Interesse an einem verkürzten Ablauf des öffentlichen Kaufangebots hat.
- 6 Eine Straffung des Übernahmeprozesses kann durch andere geeignete Massnahmen, wie einer Möglichkeit zur Verkürzung der Angebotsfrist zum Beispiel auf zehn oder fünfzehn Börsentage erreicht werden.
- 7 Wir begrüssen die Ausweitung der zulässigen Publikationstage in den Zeitungen auf Samstage.
- 8 Gestützt auf die vorstehenden Ausführungen sind wir der Ansicht, dass der Vorschlag zur Änderung von Art. 6b UEV (mit Ausnahme der Erweiterung der Publikationstage auf Samstage) zu einer (zu vermeidenden) Erhöhung der Leckrisiken führt und, damit verbunden, unnötige Herausforderungen betreffend die Ad hoc-Publizität schafft und zudem insiderrechtliche Risiken birgt. Die Nachteile der heutigen Regelung, so wie im Vorschlag dargelegt, sind u.E. angesichts der Risiken der Neuregelung hinzunehmen.

**2 Revision von Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

- 9 Wir begrüßen die Vereinfachung der Publikationspflichten betreffend das Zwischen- und Endergebnis. Damit wiederum die Vorlaufzeit in der Zusammenarbeit mit den Printmedien angemessene Berücksichtigung findet, bevorzugen wir diejenige Vorschlagsvariante, nach der die Frist zur Publikation am dritten Börsentag (und nicht am zweiten Börsentag) nach Ablauf der Angebotsfrist respektive Nachfrist abläuft. Dies erhöht auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Ergebnisse genau wiedergegeben werden können.

\*\*\*\*\*

Freundliche Grüsse



Dieter Dubs



Mariel Hoch

**Per E-Mail an [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)**

Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
Postfach 1758  
8021 Zürich

**Dr. Lorenzo Olgiati**  
Partner / Rechtsanwalt, LL.M.  
(Georgetown)  
D +41 44 215 5268  
[lorenzo.olgiati@swlegal.ch](mailto:lorenzo.olgiati@swlegal.ch)

**Dr. Martin Weber**  
Partner / Rechtsanwalt, LL.M.  
(University of Chicago)  
D +41 44 215 5274  
[martin.weber@swlegal.ch](mailto:martin.weber@swlegal.ch)

Verzeichnet im  
kantonalen Anwaltsregister

Datum 12. September 2014  
Dokument Nr. 120222/SW-04466744/sw  
Betreff **Stellungnahme zur geplanten Revision von Art. 6b UEV und Art. 44 UEV**

Sehr geehrter Herr Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf die am 30. Juli 2014 eröffnete Anhörung betreffend die Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses) und bedanken uns für die Möglichkeit, zu den geplanten Änderungen Stellung nehmen zu können.

#### **Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)**

Die grundsätzliche Zielsetzung der Revision, die Verfahrensbeschleunigung, erachten wir als unterstützenswert. Wir begrüssen denn auch den Vorschlag der UEK, die möglichen Publikationstage in den Zeitungen auf den Samstag auszudehnen.

Generell sind wir jedoch der Ansicht, dass sich die seit 1. Mai 2013 explizit in Art. 6b UEV verankerte Regelung der möglichen nachträglichen Publikation in den Zeitungen bewährt hat. Sie entspricht bekanntlich der bereits jahrelang zuvor in Analogie zu alt Art. 19 Abs. 2 BEHV-EBK entwickelten Praxis der Übernahmekommission (vgl. z.B. Empfehlung 30/01 vom 29. März 1999 in Sachen *Fotolabo SA*, Erw. 1).

Die heute bestehende Möglichkeit der zeitlichen Abstufung der Publikation in den elektronischen Medien und den Zeitungen erlaubt es der Anbieterin (oder gegebenenfalls anderen Parteien des Übernahmeverfahrens, nachfolgend vereinfacht "Anbieterin"), die faktischen Gegebenheiten und zeitlichen Vorgaben mit den *ad hoc*-Vorschriften sowie den Bestimmungen des verschärften Insiderrechts in Einklang zu bringen. Unseres Erachtens bilden die im Übernahmeverfahren zu publizierenden Tatsachen regelmässig (und nicht nur ausnahmsweise) Insiderinformationen i.S. von Art. 2 lit. f BEHG und vielfach ebenso *ad hoc*-relevante Sachverhalte.



Gleichzeitig bedarf eine Publikation in den Zeitungen einer gewissen Vorlaufzeit, da entsprechender Platz vorgängig reserviert und das Inserat gesetzt werden muss. Dies nimmt in der Regel mehr als bloss einen Börsentag in Anspruch.

Bei zeitgleicher oder lediglich um einen Börsentag (resp. neu einen Werktag) verschobener elektronischer Veröffentlichung und Publikation in den Zeitungen müssten die Inserateabteilungen der Zeitungen und/oder der Setzer für die Publikation in den Zeitungen bereits vor der elektronischen Veröffentlichung kontaktiert und instruiert werden. Ohne zusätzliche Vorkehrungen (die im Umgang mit auf das Massengeschäft ausgerichteten Inserateabteilungen kaum praktikabel sind) läuft die Anbieterin dabei Gefahr, durch Weitergabe von Insiderinformationen Insidervorschriften und oft gleichzeitig *ad hoc*-Vorschriften zu verletzen. Die bisher mögliche Fristverlängerung um drei Börsentage bewirkt demgegenüber, dass dieses Risiko weitgehend ausgeschlossen werden kann.

Im Rahmen einer Interessenabwägung gewichten wir das Bedürfnis der Anbieterin nach Geheimhaltung, Rechtssicherheit, Schutz vor strafrechtlicher Sanktion, und transaktionaler Flexibilität höher als das Bedürfnis nach einer durch die vorgeschlagene Revision erzielten minimalen Verfahrensbeschleunigung, die sich, wie von der UEK ausgeführt, hauptsächlich bei den bislang relativ seltenen konkurrierenden Angeboten auswirken würde. **Zusammenfassend sprechen wir uns daher für die grundsätzliche Beibehaltung der bisherigen Regelung aus.** Eine andere, hier nicht zu vertiefende Frage ist, ob sich angesichts des technologischen Wandels heute für die Fristauslösung und Fristwahrung im öffentlichen Übernahmerecht generell die Veröffentlichung in den Zeitungen noch rechtfertigt oder ob dafür künftig gänzlich und allein auf die elektronische Veröffentlichung abgestellt werden sollte.

**Wie erwähnt, begrüssen wir aber die Möglichkeit der Publikation in den Zeitungen an Samstagen.** Hierzu müsste aber nicht zwingend zusätzlich der (noch unbestimmte) Begriff *Werktag* in die Gesetzesterminologie aufgenommen werden.

Die von uns befürwortete Regelung könnte wie folgt in den bestehenden Art. 6b UEV aufgenommen werden:

*Spätestens am dritten Börsentag nach der elektronischen Veröffentlichung muss die Voranmeldung landesweit bekannt gemacht werden, indem sie gleichzeitig in mindestens je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht wird.*

*Für die Zwecke von Abs. 1 wird der Samstag einem Börsentag gleichgestellt.*

Sollte die UEK entgegen der vorstehenden Ausführungen eng am Konzept des vorliegenden Revisionsvorhaben betreffend Art. 6b UEV festhalten wollen, schlagen wir **eventualiter** eine **Vereinfachung der Regel vor**. Gemäss dem Wortlaut von nArt. 6 Abs. 2 UEV wird für die Beanspruchung der "Ausnahme", d.h. für die Verschiebung der Publikation in den Zeitungen um einen Werktag, vorausgesetzt, dass Ad hoc-Publizitätsvorschriften einzuhalten sind oder ein anderer *wichtiger Grund* vorliegt. Dabei wird der neu eingeführte unbestimmte Rechtsbegriff

des wichtigen Grundes nicht weiter konkretisiert. Insbesondere wird der unter geltendem Insiderrecht wohl wichtigere Anwendungsfall der Vermeidung der unzulässigen Weitergabe von Insiderinformationen nicht ausdrücklich erwähnt. Auch ist nicht vorgesehen, dass die Übernahmekommission der Verschiebung der Publikation zustimmt. Damit wird der Entscheid, ob ein materieller Ad hoc-Publizitätsgrund oder ein anderer wichtiger Grund i.S.v. nArt. 6b Abs. 2 UEV vorliegt und folglich die Veröffentlichung in den Zeitungen einen Werktag nach der elektronischen Veröffentlichung erfolgen kann, der alleinigen Beurteilung der Anbieterin überlassen.

Obwohl nArt. 6b Abs. 2 UEV als Ausnahmebestimmung konzipiert ist, dürfte dessen Inanspruchnahme (oder gar das Gesuch an die UEK zur erweiterten Verschiebung der Publikation) zum Regelfall werden und entsprechend die Zielsetzung der aktuellen Revision teilweise verfehlt werden. Es ist überdies unklar, welches die Konsequenzen für die Anbieterin bzw. für die Wirkung der jeweiligen Publikation wären, wenn die Übernahmekommission im Nachhinein das Vorliegen eines wichtigen Grundes verneinen und über diese Frage möglicherweise ein Rechtsmittelverfahren geführt würde (was dem Ziel der Verfahrensbeschleunigung nicht dienlich wäre).

Im Interesse der Rechtssicherheit und aus Praktikabilitätsgründen schlagen wir deshalb für den Fall der weitgehenden Beibehaltung des Revisionsvorschlages von Art. 6b UEV durch die UEK *eventualiter* vor, auf das Erfordernis eines *wichtigen Grundes* ganz zu verzichten und konsequenterweise die Unterscheidung zwischen nArt. 6b Abs. 1 UEV und nArt. 6b Abs. 2 UEV durch Streichung von nArt. 6b Abs. 2 UEV fallen zu lassen und nArt. 6b Abs. 1 UEV neu wie folgt zu formulieren:

<sup>1</sup> *Die Voranmeldung ist am Tag spätestens am Werktag (inklusive Samstag) nach ihrer elektronischen Veröffentlichung landesweit bekannt zu machen, indem sie gleichzeitig in mindestens je einer deutsch- und französischsprachigen Zeitung veröffentlicht wird.*

<sup>2</sup> ~~*Die Veröffentlichung in den Zeitungen kann am Werktag (inklusive Samstag) nach der elektronischen Veröffentlichung erfolgen, sofern dies zur Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften oder aus anderen wichtigen Gründen erforderlich ist.*~~

<sup>3</sup> *[unverändert]*

### **Revision von Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

Die geplante Revision von Art. 44 UEV führt zweifelsohne zu einer Vereinfachung des Verfahrens, was zu begrüßen ist. Was die Frist für die Bekanntgabe des Zwischenergebnisses (nArt. 44 Abs. 1 UEV) sowie auch des Endergebnisses betrifft, ist auch hier den oben skizzierten praktischen Problemen (Abstimmung der insiderrechtlichen Bestimmungen und *ad hoc*-Pflichten mit dem Übernahmerecht, Risiken beim vorzeitigen Einbezug der Inserateabteilung der Zeitungen und/oder des Setzers) Rechnung zu tragen.

Die entsprechenden definitiven Zahlen dürften zudem in der Regel erst am zweiten Börsentag nach Ablauf der Angebots- resp. der Nachfrist erhältlich sein. Damit befürworten wir aus praktischen Gründen die Festlegung einer Frist von drei Börsentagen nach Ablauf der Angebotsfrist oder Nachfrist.

Wir bedanken uns für Ihr Interesse an unserer Stellungnahme und stehen Ihnen bei Fragen gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Lorenzo Olgiati



Martin Weber

**Vorab per E-Mail**

Übernahmekommission  
Herrn Prof. Dr. Luc Thévenoz  
Präsident  
Selnaustrasse 30  
Postfach 1758  
CH-8021 Zürich

SIX Swiss Exchange AG  
SIX Exchange Regulation  
Listing & Enforcement  
SER-ERL-MAP  
Selnaustrasse 30  
Postfach 1758  
CH-8021 Zürich

Liliane Hefti  
T + 4158 399 2925  
F +41 58 499 2933  
adhoc@six-group.com  
www.six-exchange-regulation.com

Zürich, 12. September 2014

**Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

Sehr geehrter Herr Professor Dr. Thévenoz  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme zu den vorgeschlagenen Anpassungen der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (UEV), von welcher wir hiermit gerne Gebrauch machen. Zu den geplanten Änderungen haben wir die folgenden Bemerkungen:

**1. Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)**

Gemäss der Dokumentation zur Revision von Art. 6b UEV und Art. 44 UEV soll die vorgeschlagene Revision des Art. 6b UEV bezwecken, die standardmässige Beanspruchung der dreitägigen Maximalfrist zur Veröffentlichung der Voranmeldung in den Zeitungen zu verhindern. Gegen diese grundsätzliche Zielsetzung des Revisionsvorhabens ist aus unserer Sicht nichts einzuwenden. Allerdings gilt es zu vermeiden, dass sich durch die beabsichtigte Anpassung das Risiko von Verletzungen der börsenrechtlichen Ad hoc-Publizitätsvorschriften erhöht.

Aufgrund von zahlreichen Verweisen auf Art. 6b UEV in anderen Vorschriften der UEV finden die Neuerungen betreffend Publikationsfristen auch auf weitere vorgeschriebene Publikationen Anwendung. In diesem Zusammenhang möchten wir auf Folgendes hinweisen: Es ist davon auszugehen, dass verschiedene vorgeschriebene Publikationen neue potentiell kursrelevante Tatsachen beinhalten können. Dies gilt namentlich für den Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft (Art. 30 ff. UEV). Handelt es sich bei dem zu übernehmenden Rechtsträger um eine Gesellschaft, die an der SIX Swiss Exchange AG kotiert ist, so löst dies eine Pflicht zur Veröffentlichung einer Medienmitteilung gemäss den Vorschriften zur Ad hoc-Publizität aus. Dies hat zur Folge, dass im Regelfall wohl nicht die in Art. 33 Abs. 2 i.V.m. Art. 6b Abs. 1 UEV vorgesehene Grundregel (wonach der Bericht am Tag seiner elektronischen Veröffentlichung in den Zeitungen veröffentlicht wird), sondern die in Art. 6b Abs. 2 aufgeführte Ausnahmeregelung (wonach die Veröffentlichung in den Zeitungen einen Werktag später erfolgen darf, wenn dies zur Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften erforderlich ist) Anwendung findet.

Auch bei anderen Publikationen, wie beispielsweise bei der Voranmeldung eines öffentlichen Kaufangebotes, dürfte die potentielle Kursrelevanz des Angebots in Bezug auf einen Anbieter, der an der SIX Swiss Exchange AG kotiert ist, teilweise gegeben sein.

In der Annahme, dass in den oben genannten Fällen häufig eine Pflicht zur Publikation einer Ad hoc-Mitteilung bestehen dürfte – womit die Anwendung von Art. 6b Abs. 2 UEV gerechtfertigt wäre – dürfte die Veröffentlichung der betreffenden Publikation in den Zeitungen in der Regel somit am Werktag (inklusive Samstag) nach der elektronischen Veröffentlichung erfolgen.

Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass die Anwendung der ursprünglich als Ausnahmebestimmung vorgesehenen Regelung in Art. 6b Abs. 2 UEV – sowohl bei der direkten Anwendung von Art. 6b UEV als auch bei der Anwendung gewisser Bestimmungen, welche auf Art. 6b UEV verweisen – oftmals wohl eher die Regel und nicht die Ausnahme darstellen dürfte.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, in welchem Zeitpunkt die der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegende Gesellschaft die vorgeschriebenen Dokumente zwecks Veröffentlichung an die Zeitungen schicken wird. Sollte die Gesellschaft die Dokumente aus Gründen der Praktikabilität den Zeitungen nicht erst am Tag zustellen, an welchem jene elektronisch veröffentlicht werden und die Publikation der Ad hoc-Mitteilung erfolgt, sondern früher, würde dies wohl eine unzulässige selektive Vorinformation von Marktteilnehmern gemäss Art. 6 Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität (RLhAP) darstellen (vgl. hierzu Kommentar zur RLhAP, N 110 ff.).

Aufgrund der beabsichtigten Fristverkürzung gemäss Art. 6b Abs. 2 UEV wird die Koordination der Veröffentlichung gemäss Übernahmerecht und der Publikation der entsprechenden Ad hoc-Mitteilung demnach erschwert. Es stellt sich folglich die Frage, ob die Anwendung des revidierten Art. 6b Abs. 2 UEV nicht zu einer erhöhten Gefahr von Verletzungen der Ad hoc-Publizitätsvorschriften führen wird.

## **2. Revision von Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

Zur geplanten Anpassung von Art. 44 UEV haben wir keine Bemerkungen.

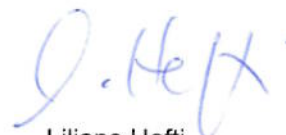
Wir bedanken uns für die Prüfung unserer Bemerkungen und Anliegen und stehen Ihnen gerne für allfällige weitere Erläuterungen oder Rückfragen zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

SIX Swiss Exchange AG



Dr. Katharina Rüdlinger  
Head Corporate Disclosure



Liliane Hefti  
Senior Legal Counsel Corporate Disclosure

## Per E-Mail

Übernahmekommission  
Herrn Prof. Dr. Luc Thévenoz, Präsident  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

E-Mail: [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)

Zürich, 16. September 2014 FF  
99280.002

## **Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

Sehr geehrter Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihre Einladung vom 30. Juli 2014 und nehmen gerne die Gelegenheit wahr, Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zu der beabsichtigten Revision der Übernahmeverordnung – Art. 6b UEV (Veröffentlichung der Voranmeldung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses) – zu unterbreiten.

### **1. Zusammenfassung**

Zusammenfassend lehnen wir die vorgeschlagenen Änderungen ab und würden eine unveränderte Beibehaltung der geltenden Regelung begrüßen. Dies aus den folgenden Gründen:

- Die bestehende Regelung hat sich im Markt eingespielt und in der Praxis bewährt. In Bezug auf die Voranmeldung geht die heutige Regelung gar auf eine fünfzehnjährige Praxis der Übernahmekommission zurück.
- Unseres Erachtens besteht kein Bedürfnis für die vorgeschlagene Änderung.

- Die vorgeschlagene Regelung erscheint mit dem Verbot des Ausnützens von Insiderinformationen und der Ad hoc-Publizitätspflicht der Zielgesellschaft inkompatibel. Die bewährte geltende Regelung stellt demgegenüber sicher, dass der insiderrechtliche Rahmen und die Ad hoc-Publizitätspflicht eingehalten werden können.

## 2. Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)

Gemäss der geltenden Regelung müssen die Angebotsdokumente spätestens am dritten Börsentag nach der elektronischen Veröffentlichung in den Zeitungen publiziert werden. Die vorgeschlagene neue Regelung sieht demgegenüber eine Pflicht zur Veröffentlichung in den elektronischen Medien und in den Zeitungen am gleichen Tag vor. Nur ausnahmsweise soll die Zeitungspublikation am Werktag nach der elektronischen Verbreitung erfolgen können, wenn dies zur Einhaltung von Ad hoc-Publizitätsvorschriften oder aus anderen wichtigen Gründen erforderlich ist.

Die geltende Regelung trat zwar erst am 1. Mai 2013 in Kraft. In Bezug auf die Voranmeldung gilt sie nach der Praxis der Übernahmekommission im Ergebnis aber bereits seit 15 Jahren. Im Jahre 1999 hat die Übernahmekommission nämlich festgehalten, dass die Voranmeldung ihre Rechtswirkungen nur dann am Tag der elektronischen Publikation entfaltet, wenn die Veröffentlichung in den Zeitungen innerhalb von drei Börsentagen erfolgt (s. Empfehlung 0030/02 *Fotolabo SA* vom 29. März 1999 E. 1). Begründet wurde dies ausdrücklich mit dem Risiko von Insidertransaktionen und der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer. Gestützt darauf hat sich die feste Marktpraxis herausgebildet, die Voranmeldung zunächst elektronisch und spätestens innert drei Tagen in den Zeitungen zu publizieren. Die am 1. Mai 2013 in Kraft getretene Regelung hat diese bewährte Praxis kodifiziert und für alle Angebotsdokumente festgeschrieben. Es gibt keinen Grund, der ein Eingreifen in die langjährige Praxis bzw. nunmehr eine Änderung der Verordnung rechtfertigen würde.

Gemäss Ihren erläuternden Bemerkungen verfolgt die Übernahmekommission mit der vorgeschlagenen Regelung das Ziel, die Verfahrensdauer in öffentlichen Kaufangeboten abzukürzen. Dies namentlich bei konkurrierenden Angeboten. Unseres Erachtens besteht kein Bedürfnis nach einem regulatorischen Eingriff. Nach unserer Erfahrung streben die Verfahrensparteien in den meisten Fällen ohnehin danach, die Zeitungspublikation gleichzeitig (sofern rechtlich zulässig) oder möglichst schnell nach der elektronischen Publikation vorzunehmen. Namentlich möchte der Anbieter damit die Fristen kurz halten und allfälligen Konkurrenten möglichst wenig Zeit geben, ein allfälliges konkurrierendes Angebot vorzubereiten oder – im Fall eines bereits publizierten konkurrierenden Angebots – aufzubessern. Dementsprechend wird der Angebotsprospekt bereits unter der geltenden Regelung in der Mehrzahl der Fälle, in welchen dies insiderrechtlich und mit Blick auf die Ad hoc-Publizität als zulässig betrach-

tet wird, gleichzeitig in den elektronischen Medien und in den Zeitungen veröffentlicht, ohne dass dies gesetzlich vorgeschrieben wäre. Vor diesem Hintergrund besteht kein Bedarf für einen gesetzgeberischen Eingriff.

Vor allem aber ist die vorgeschlagene neue Regelung im Hinblick auf die Ad hoc-Publizitätspflicht und das Verbot des Ausnützens von Insiderinformationen heikel. Eine Zeitungspublikation erfordert die Zustellung des zu publizierenden Angebotsdokuments an die Printmedien *zwei bis drei Arbeitstage* vor dem Publikationsdatum. Sollte das entsprechende Angebotsdokument Insiderinformationen enthalten, was bei der Voranmeldung fast immer und bei anderen Angebotsdokumenten (z.B. einer Angebotsänderung) nicht selten der Fall ist, so dürfte die Zustellung an die Printmedien regelmässig den aufsichtsrechtlichen Tatbestand des Ausnützens von Insiderinformationen (Art. 33e Abs. 1 lit. b BEHG), möglicherweise gar den entsprechenden Straftatbestand (Art. 40 Abs. 1 lit. b BEHG) erfüllen. Ob der *Safe Harbour* von Art. 55g BEHV greift, ist ungewiss; jedenfalls lässt sich die Zustellung an die Printmedien nicht ohne weiteres unter den Wortlaut der Bestimmung subsummieren (s. in diesem Zusammenhang auch CHRISTIAN LEUENBERGER/OLIVIER THORMANN, Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderhandelsverbot, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVI*, Zürich/Basel/Genf 2014, 201 ff., 239 ff.).

Ferner läuft die Zielgesellschaft Gefahr, die Ad hoc-Publizitätspflicht (Art. 54 KR) zu verletzen, wenn sie veranlasst oder zulässt, dass ein Angebotsdokument mit nicht öffentlich bekannten, potentiell kursrelevanten Informationen einer unbestimmten Vielzahl von Personen (Annoncenabteilung, Setzer, Drucker, usw.) zugänglich gemacht wird, die sie nicht einmal kennt und welche keiner gesetzlichen oder vertraglichen Geheimhaltungspflicht unterliegen. Eine Voraussetzung des Bekanntgabeaufschubs ist es nämlich, dass die Zielgesellschaft die umfassende Vertraulichkeit gewährleistet (Art. 54 Abs. 2 KR). Diese Voraussetzung dürfte mit der Bekanntgabe an einen unbekanntem, zu keiner Vertraulichkeit verpflichteten Personenkreis regelmässig nicht mehr erfüllt sein. Dementsprechend vertreten Repräsentanten der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange *ausdrücklich* die Auffassung, es sei *kotierungsrechtlich nicht zulässig*, Angebotsdokumente mit potentiell kursrelevanten Informationen ohne vorgängige Ad hoc-Publikation an die Printmedien zu versenden (s. NOËL BIERI/KATHARINA RÜDLINGER, Börsenrechtliche Meldepflichten bei Unternehmensübernahmen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XIV*, Zürich/Basel/Genf 2012, 135 ff., 180). Die Zielgesellschaft müsste daher vor der Zustellung an die Printmedien und vor der elektronischen Publikation eine Ad hoc-Kommunikation vornehmen, was selbstverständlich nicht praktikabel ist.

Die vorgeschlagene neue Regelung ist somit mit dem Verbot des Ausnützens von Insiderinformationen und der Ad hoc-Publizitätspflicht der Zielgesellschaft im Grundsatz nicht kompatibel. Auch wenn die Vorschrift die zeitlich gestaffelte Publikation in den elektronischen



und den Printmedien ausnahmsweise für zulässig erklärt, ist die Regelung jedenfalls problematisch, weil sie impliziert, dass die gleichzeitige Veröffentlichung im Regelfall zulässig ist. Dies ist unseres Erachtens jedoch gerade nicht der Fall. Die bewährte geltende Regelung stellt demgegenüber sicher, dass der insiderrechtlichen Rahmen und die Ad hoc-Publizitätspflicht eingehalten werden können. Es gibt keinen Anlass, in diesem Bereich Rechtunsicherheit zu schaffen.

### **3. Revision von Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)**

Nach der in Kraft stehenden Regelung müssen das Zwischen- und das Endergebnis am ersten Börsentag nach Ablauf der Angebots- bzw. Nachfrist so genau wie möglich elektronisch, und am vierten Börsentag in den Zeitungen veröffentlicht werden. Die vorgeschlagene neue Regelung sieht demgegenüber lediglich eine Zeitungspublikation am zweiten oder dritten Börsentag nach Ablauf der Angebots- bzw. Nachfrist vor.

Auch diese vorgeschlagene Revision lehnen wir aus den unter Ziffer 2 genannten Überlegungen ab. Es ist nicht ersichtlich, inwiefern die zweimalige Bekanntgabe (elektronische Veröffentlichung gefolgt von der Zeitungspublikation) die Angebotsempfänger verwirren soll, wie dies in den erläuternden Bemerkungen als Grund für die vorgeschlagene Revision angeführt wird. Vielmehr trifft das Gegenteil zu: der Markt will möglichst umgehend, das heisst am ersten Börsentag nach Ablauf der Angebotsfrist, wissen, ob das Angebot zustande gekommen ist, und nicht erst zwei oder drei Börsentage später.

Ausserdem ist auch hier darauf hinzuweisen, dass die vorgeschlagene Regelung mit dem Verbot des Ausnützens von Insiderinformationen und der Ad hoc-Publizitätspflicht nicht kompatibel ist. So ist die Zielgesellschaft nach der Praxis der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange gehalten, das Zwischenergebnis des Angebots mit Ad hoc-Mitteilung bekannt zu geben, wenn und sobald sie dieses kennt. Bei freundlichen Angeboten ist die Zielgesellschaft somit kotierungsrechtlich verpflichtet, das Zwischenergebnis am ersten Börsentag nach Ablauf der Angebotsfrist mittels Ad hoc-Publikation öffentlich bekannt zu machen. Es gibt keinen Anlass, den Anbieter von der Pflicht zu dispensieren, das Zwischenergebnis gleichzeitig so genau wie möglich zu veröffentlichen. Wiederum schafft die vorgeschlagene neue Regelung Rechtsunsicherheit, die es zu vermeiden gilt, während sich die geltende Regelung eingespielt und bewährt hat.

Aus diesen Überlegungen würden wir es begrüßen, wenn die geltende Regelung unverändert beibehalten werden könnte.

Gerne hoffen wir, dass Sie unsere Stellungnahme hilfreich finden werden. Bei Fragen oder Bemerkungen stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'R. Tschäni', with a small flourish at the end.

Rudolf Tschäni  
Hans-Jakob Diem  
Jacques Iffland  
Tino Gaberthüel

## Ljubas, Blanka

---

**From:** UBS: Metzger Daniel  
**Sent:** Donnerstag, 18. September 2014 07:44  
**To:** COPA Counsel  
**Cc:** sebastian.harsch@ubs.com  
**Subject:** Revision von Art. 6b und 44 UEV  
**Attachments:** Legal Disclaimer.txt

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 30. Juli 2014 betreffend Anhörung zur Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen) und Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses) und erlauben uns gemäss telefonischer Absprache mit Frau S. Blaas von gestern Abend unsere Stellungnahme auf diesem Weg nachzureichen.

### 1. Revision von Art. 6b UEV (Veröffentlichung in den Zeitungen)

Bei der von Ihnen angepeilten Regelung, wonach die Veröffentlichung in den Zeitungen gleichzeitig zu derjenigen in den elektronischen Medien erfolgen müsste, geben wir Ihnen zu bedenken, dass dies v.a. bei der Veröffentlichung im Rahmen einer Voranmeldung zur Situation führen würde, bei der das Gut-zum-Druck um 12 Uhr am Vortag der effektiven Bekanntgabe der Transaktion gegenüber den für das Inserat beauftragten externen Stellen (Inseratevermittler, Setzer, Zeitungsredaktionen und Druckverlagen) abgegeben werden müsste. Dies ist aus Gründen der Vertraulichkeit äusserst heikel und dürfte bei den Anbietern auf wenig Verständnis stossen. Auch müssten aufgrund dieser frühen Deadline für die Freigabe des Inserats wichtige Angaben über das Angebot wie z.B. der Angebotspreis, bereits untertags fixiert werden. Namentlich das Ende der Börsensitzungen in Europa und nicht zuletzt in Nordamerika könnten dadurch nicht mehr abgewartet werden. Deshalb sollte die in Art 6b Abs. 2 vorgesehene Variante zum Standard erhoben werden und nicht nur unter dem Vorbehalt von wichtigen Gründen möglich sein.

### 2. Revision von Art. 44 UEV (Veröffentlichung des Zwischenergebnisses)

Hierzu geben wir zu bedenken, dass gewisse Anbieter den Ad hoc-Bestimmungen unterworfen und aus diesem Grund gezwungen sind, provisorische Resultatmeldungen umgehend zu veröffentlichen, welche dann naturgemäss allenfalls kleineren Korrekturen wie bis anhin unterliegen.

Wir bitten Sie um Kenntnisnahme und entschuldigen uns für unsere verspätete Stellungnahme an dieser Stelle nochmals ausdrücklich bei Ihnen.

Mit freundlichen Grüssen

Sebastian Harsch  
Daniel Metzger

UBS AG  
Investment Banking Legal  
Europastrasse 1, CH-8152 Opfikon

Mailing address: P.O. Box, CH-8098 Zürich

[www.ubs.com](http://www.ubs.com)