

**Zürich**  
Dr. Christian Steinmann  
Dr. Nedim Peter Vogt  
Dr. Felix R. Ehrat  
Prof. Dr. Rolf Watter  
Daniel Hochstrasser  
Peter Reinarz\*  
Dr. Andreas Länzlinger  
Urs Brügger  
Dr. Ralph Malacrida  
Eric Stupp  
Michele Bernasconi  
Dr. Daniel U. Lehmann\*\*  
Dr. Markus Wang  
Tina Wüstemann  
Dr. Andreas J. Bär  
Matthew T. Reiter

Roland Truffer  
Dr. Corrado Rampini  
Dr. Dieter Dubs\*\*  
Dr. Thomas U. Reutter  
Dr. Mani Reinert  
Dr. Christoph Neeracher  
Daniel C. Pfiffner  
Brigitte I. Sommer  
Dr. René Schwab  
Flavia I. Bieri Bürge  
Dr. Peter Hsu  
Dr. Michael Schöll  
Yasmine Sabeti  
Philippe A. Huber  
Thomas Rohde  
Dr. Caroline Möhrle  
Dr. Katja Roth Pellanda

Sten E. D. Rasmussen  
Barbara Lautenschlager  
Christoph Wild  
Dr. Michael G. Noth  
Urs Kägi  
Arlane Riedl Wirth  
Dr. Sabina Nüesch  
Dr. Rashid Bahar  
Andrea B. Bolliger\*  
Dr. Eva Borla-Geier  
Astrid Gilli  
Dr. Karin Beyeler  
Lukas Roesler  
Michael Barrot  
Andrea Boog  
Bernhard H. Heusser  
Marcel Schaad

Nadja Jaisli  
Stefan Bachmann  
Tamer Dürr  
Dr. Luca Jagmetti  
Phyllis Scholl  
Corina Gilbert-Jucker  
Dr. Nina Epper  
Dr. Daniel Leu  
Dr. Charlotte Wieser  
Paula Alonso  
Dr. Manuel Arroyo  
Tina Balzli  
Nicola Bernardoni  
Dr. Christoph O. Schmid\*  
Martin Steiger  
Nina Probst

**Genf**  
Christophe Buchwalder  
Dr. Cédric Chapuis  
Saverio Lembo  
Anne Valérie Julien Berthod  
Ludvine Bolsard  
Rita Karam  
Dr. Andrew M. Garbarski  
Héloïse Rordorf  
**Lugano**  
Dr. Felix R. Ehrat  
Paolo Bottini\*  
Dr. Cesare Jermini  
Massimo Vanotti  
Andrea Gamba  
Dr. Gilles Benedick

Caroline Oberson  
**Zug**  
Michael Trippel  
Thomas Stoltz\*  
Philippe Strub  
Othmar Aeschi\*  
**London**  
Gianpaolo Arrigoni  
Markus Widmer

**Konsulenten**  
Dr. Thomas Bär  
Dr. Robert Karrer  
Dr. Hans-Ulrich Freimüller  
Dr. Peter J. Kienast  
Dr. Marc Blessing  
Dr. Robert E. Züllig  
Prof. Dr. Marc Amstutz  
Stephanie Comtesse

\* Eidg. Dipl. Steuerexperte  
\* Notar / Notarin  
\*\* nicht als Rechtsanwalt /  
Rechtsanwältin zugelassen

## Vorab per e-mail

thomas.hess@ebk.admin.ch

Eidgenössische Bankenkommission  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
3001 Bern



Zürich, 4. August 2008

## Öffentliche Anhörung der Entwürfe für die BEHV-FINMA und die UEV

Sehr geehrter Herr Hess

Wir bedanken uns für die Gelegenheit, zu den Entwürfen für die BEHV-FINMA und die UEV vernehmen zu dürfen.

### 1 Allgemeine Bemerkungen

Wir begrüssen die Revision des Offenlegungs- und Übernahmerechts. Nebst den Änderungen, die rein formeller Natur sind oder die als direkte Konsequenz des Inkrafttretens des FINMAG zu betrachten sind, befürworten wir insbesondere die Änderungen im Bereich der Meldepflicht bei der Wertpapierleihe und den Finanzinstrumenten grundsätzlich. Unsere Bemerkungen beziehen sich vor allem auf Detailfragen und sind nicht als grundsätzliche Kritik vorgeschlagenen Regulierungsansatz zu betrachten.

Die Revision im Bereich des Übernahmerechts finden wir ebenfalls begrüssenswert. Das neue Regelwerk kodifiziert weitgehend die bestehende Praxis und schafft diesbezüglich mehr Rechtssicherheit. Trotzdem bedauern wir, dass gewisse Änderungen zu einer unserer Ansicht nach unverhältnismässigen Einschränkung

**Bär & Karrer**  
Rechtsanwälte

**Zürich**  
Bär & Karrer AG  
Brandschenkestrasse 90  
CH-8027 Zürich  
Tel. +41 (0)58 261 50 00  
Fax +41 (0)58 261 50 01  
zuerich@baerkarrer.ch

**Genf**  
Bär & Karrer SA  
Succursale de Genève  
12, quai de la Poste  
CH-1211 Genève 11  
Tel. +41 (0)58 261 57 00  
Fax +41 (0)58 261 57 01  
geneve@baerkarrer.ch

**Lugano**  
Bär & Karrer SA  
Succursale di Lugano  
Via Vegezzi 6  
CH-6901 Lugano  
Tel. +41 (0)58 261 58 00  
Fax +41 (0)58 261 58 01  
lugano@baerkarrer.ch

**Zug**  
Bär & Karrer AG  
Zweigniederlassung Zug  
Baarerstrasse 8  
CH-6301 Zug  
Tel. +41 (0)58 261 59 00  
Fax +41 (0)58 261 59 01  
zug@baerkarrer.ch

**London**  
Bär & Karrer Ltd  
London Branch  
1 Pemberton Row  
GB-London EC4A 3BG  
Tel. +44 20 7583 1940  
Fax +44 20 7583 1941  
london@baerkarrer.co.uk

www.baerkarrer.ch

Eingetragen im  
kantonalen Anwaltsregister

kung der Vertragsfreiheit und dadurch der Wirtschaftsfreiheit führen: statt die Autonomie der Parteien mittels Rahmenbedingungen, welche die Transparenz der Übernahmeangebote gewährleisten, sicher zu stellen, führt die Verordnung Muss-Vorschriften ein. Dieser aus dem Konsumentenschutzrecht stammende Ansatz ist u.E. im Kapitalmarktrecht wenig passend, da die Marktteilnehmer die für sie richtigen Entscheide selber treffen können, sofern ihnen Zugang zu den notwendigen Informationen gewährt wird.

## 2 **Fristberechnung (Art. 8<sup>bis</sup> E-BEHV-FINMA)**

Wir befürworten die **alternative Fristberechnungsmethode**. Grundsätzlich könnte diese Bestimmung auch durch einen Verweis auf das Europäische Übereinkommen vom 16. Mai 1972 über die Berechnung von Fristen (SR 0.221.122.3) ersetzt werden.

Die alternative Fristberechnungsmethode entspricht im Wesentlichen den in anderen Gebieten angewendeten Fristberechnungsmethoden und dem Europäischen Übereinkommen vom 16. Mai 1972 über die Berechnung von Fristen (SR 0.221.122.3). Mit einer anderen Lösung – wie die in der im Entwurf vorgeschlagene Formulierung enthaltenen – würde nicht nur eine Ausnahme zu den allgemeinen Fristberechnungsregeln statuiert, sondern die Schweiz könnte dadurch gar ihre internationalen Verpflichtungen verletzen.

## 3 **Offenlegung von Beteiligungen**

### 3.1 **Art. 10 E-BEHV-FINMA**

Wir begrüssen die vorgeschlagenen Modifikationen.

### 3.2 **Art. 12 E-BEHV-FINMA**

Wir schlagen vor, einem neuen Art. 12 Abs. 2 E-BEHV-FINMA mit folgenden Inhalt einzuführen:

*"Die Vertragspartei, welche im Rahmen solcher Geschäfte die Beteiligungspapiere vorübergehend abgibt, muss die betreffenden Beteiligungspapiere nicht als veräussert offenlegen; ebenso wenig besteht eine Offenlegungspflicht für den Borger, falls dieser die ausgeliehenen Beteiligungspapiere am gleichen Börsentag weiterverleiht."*

Wir begrüssen grundsätzlich die vorgeschlagene Lösung. Sie ist eindeutig und einfach anzuwenden. Es scheint uns trotzdem wichtig, ausdrücklich vorzusehen, dass die abgegebenen Beteiligungspapiere nicht als veräussert gelten, auch wenn sich dies nach Auffassung des Erläuterungsberichtes *e contrario* aus dem Text von Art. 11 Abs. 2 E-BEHV-FINMA ergibt.

Um nichtssagende oder verwirrende Meldungen zu vermeiden, schlagen wir vor, bei *Back-to-Back* Geschäften eine Ausnahme von der Meldepflicht vorzusehen. Diese Ausnahme würde in Zusammenhang mit sog. *Daisy Chains* zum Einsatz kommen, bei denen sich ein Finanzintermediär Beteiligungspapiere von anderen Marktteilnehmern beschafft, nur um diese sofort einem Dritten weiter zu übergeben. Anders als bei *Back-to-Back* Kauf- bzw. Verkaufsgeschäften ist die Intraday-Ausnahme bei solchen Wertpapierleihen nicht anwendbar, obwohl es sich um analoge Tatbestände handelt. Die vorgeschlagene Ausnahme bewirkt entsprechend eine Erweiterung der Intraday-Regel auf Beteiligungspapiere, die sich im Rahmen des Securities Lending nur temporär im Eigentum eines Marktteilnehmers finden, und führt keine grundlegende Systemänderung ein.

### 3.3 Art. 13 E-BEHV-FINMA

Wir schlagen vor, Art. 13 Abs. 1 E-BEHV-FINMA wie folgt zu ergänzen:

*"Der Meldepflicht unterstehen:*

*a. ...;*

*b. ...;*

*sofern das entsprechende Rechtsgeschäft Realerfüllung vorsieht beziehungsweise zulässt."*

Wir begrüßen die vorgeschlagene Regelung, die viel klarer und benutzerfreundlicher ist als die heute geltenden Bestimmungen. Zudem wird die Freigrenze für Finanzinstrumente viele überflüssige und verwirrende Meldungen vermeiden. Diese Änderung schafft u.E. einen guten Ausgleich zwischen den Interessen der aktiven Marktteilnehmer und denjenigen der Emittenten und der Öffentlichkeit.

Die Abgrenzung zwischen dem Anwendungsbereich von Abs. 1 und Abs. 2 des Art. 13 E-BEHV-FINMA könnte klarer formuliert werden. Unserem Verständnis nach und gestützt auf die Erläuterungen und den Grundsatz *lex specialis derogat legi generali* sind "cash-gesettlete" Optionen (bzw. Optionen mit Barausgleich) Optionen unter Abs. 2 zu subsumieren, obwohl sie auch der Definition von Abs. 1 genügen würden. Diese Abgrenzung könnte aber deutlicher ausgedrückt werden, indem der Anwendungsbereich von Abs. 1 ausdrücklich auf Instrumente, die eine Realerfüllung vorsehen bzw. zulassen, eingeschränkt würde.

Daneben wäre eine Klärung der Interaktion zwischen der Freigrenzen von Art. 13 Abs. 2 und Abs. 3 E-BEHV-FINMA und den in Art. 16a E-BEHV-FINMA statuierten Ausnahmen für Banken und Effektenhändler wünschenswert: sind diese Bestimmungen kumulativ oder exklusiv anzuwenden? Die erste Ansatz wäre u.E. vorzuziehen: Diese Finanzinstrumente sind nicht nur von der Meldepflicht zu befreien, sondern auch von der Berechnung aller anderen Grenzwerte (wie z.B. im Rahmen der Handelsbestandausnahme von Art. 16a lit. a BEHV-EBK bzw. E-BEHV-FINMA) auszuklammern. Diese Frage muss aber nicht in der Verordnung geregelt werden, sondern könnte in einer Mitteilung der Offenlegungsstelle geklärt werden.

### 3.4 Art. 14 E-BEHV-FINMA

Wir begrüssen die Modifikationen und befürworten insbesondere die schlankere Formulierung von Art. 14 Abs. 1 lit. e E-BEHV-FINMA.

### 3.5 Art. 17-22 E-BEHV-FINMA

Die vorgeschlagenen Änderungen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

### 3.6 Art. 22a E-BEHV-FINMA

Wir schlagen vor, Art. 22a Abs. 1 Satz 2 E-BEHV-FINMA wie folgt zu ergänzen:

*"Die Sachverhaltsdarstellung ist mit geeigneten Unterlagen zu dokumentieren und hat sämtliche Angaben gemäss Artikel 17 über die bestehende Beteiligung zu enthalten, welche dem Gesuchsteller bekannt und sachbezogen sind."*

Wir schlagen vor, Art. 22a Abs. 3 E-BEHV-FINMA wie folgt zu ergänzen:

*"Die Offenlegungsstelle kann ihre Empfehlungen der Gesellschaft zustellen. Vorbehalten bleiben wesentliche Interessen des Gesuchstellers, namentlich Geschäftsgeheimnisse. Die Gesellschaft muss angehört werden, wenn das Gesuch eine potentielle Meldung von mehr als 15% betrifft."*

Grundsätzlich betrachten wir die Klarstellung der formellen Erfordernisse für Gesuche um Ausnahmen und Erleichterungen als eine positive Entwicklung. Es scheint uns aber fragwürdig zu verlangen, dass das Gesuch sämtliche Angaben gemäss Artikel 17 enthalten muss. Zum einen wird aus dem Verordnungstext nicht deutlich, ob sich diese Angaben auf die bestehende oder auf die beabsichtigte Position zu beziehen haben. Daher ist dieser Punkt klarzustellen. Zum anderen führt diese Verpflichtung – wenn sie sich auf die bestehende Position bezieht – zu einer "antizipierten" Meldepflicht, von der in Zusammenhang mit Art. 22a Abs. 3 BEHV-FINMA nur der Emittent und nicht der gesamte Markt profitieren würde. Bezieht sich dieses Erfordernis auf die beabsichtigte Beteiligung, so wäre sie noch problematischer, da diese Information oft sogar dem Gesuchsteller unbekannt sind, zum Beispiel weil gewisse Elemente (wie der künftige Stimmrechtsanteil, Ausübungspreis) nur bei der Durchführung der von Gesuch gedeckten Transaktion festgestellt werden.

Betreffend Parteistellung besteht u.E. ein Bedürfnis nach einer klaren Regelung – andererseits ist klar, dass es zwischen Geheimhaltungsbedürfnissen des Gesuchstellers und den Interessen des Emittenten abzuwägen gilt. Unser Vorschlag stellt deshalb darauf klar, ob der Gesuchsteller über eine potentielle Beteiligung von 15% ausstrebt. Denkbar wäre es auch, zu sagen, dass die Emittentin immer dann Parteistellung hat, wenn die Offenlegungsstelle ihr den Entscheid später zuzustellen gedenkt.

## **4 Pflicht zur Unterbreitung eines Angebot**

### **4.1 Art. 24-38 E-BEHV-FINMA**

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Kommentierung.

### **4.2 Art. 39 E-BEHV-FINMA**

Wir schlagen vor, Art. 39 Abs. 2 E-BEHV-FINMA wie folgt zu redigieren:

*"Erfolgte der das Pflichtangebot auslösende Erwerb von Beteiligungspapieren vollständig oder überwiegend-teilweise gegen Barzahlung, so kann der Angebotspreis durch Tausch geleistet werden, sofern den Inhabern von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft als Alternative zum Tausch auch eine Barzahlung oder einen Tausch gegen liquide Effekten angeboten wird."*

Die Pflicht einer alternativen Barzahlung (oder eines Tausches gegen liquide kotierte Effekten) scheint uns grundsätzlich angemessen, wenn der Erwerber seine Beteiligung vollständig oder überwiegend in bar bezahlt hat. Wenn er hingegen nur eine geringe Abgeltung (z.B. um Bruchteile einzurechnen oder um gewisse Kosten zu decken) bar bezahlt hat, erscheint es uns als unverhältnismässig, eine alternative Barzahlung zu verlangen. Deshalb schlagen wir vor, das Erfordernis der teilweisen Barzahlung durch jenes der überwiegenden Barzahlung zu ersetzen.

Weiter erachten wir es als angemessen, dem Erwerber nebst Barzahlung auch die Verwendung liquider Effekten als alternative Gegenleistung eines Pflichtangebotes zu gestatten. Das Erfordernis der "Liquidität" stellt u.E. in diesem Zusammenhang einen höheren Massstab dar als die blosse Kotierung oder der regelmässige Handel. Durch die von uns vorgeschlagene Modifikation des Art. 39 Abs. 2 E-BEHV-FINMA wird sichergestellt, dass dem Angebotsempfänger im Rahmen eines Pflichtangebotes zwingend eine sofort verwertbare Gegenleistung offeriert wird – sei es als Barzahlung oder durch den Tausch liquider Effekten. Demgegenüber kann der Erwerber sein Pflichtangebot nicht durch ein blosses Tauschangebot illiquider Mittel erfüllen.

### **4.3 Art. 40-50 E-BEHV-FINMA**

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

## **5 Übernahmeverordnung**

### **5.1 Art. 1-6 E-UEV**

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Kommentierung.

## 5.2 Art. 7 Abs. 2 E-UEV

Wir schlagen vor, Art. 7 Abs. 2 E-UEV wie folgt zu ergänzen:

*"Im Angebotsprospekt dürfen Änderungen im Vergleich zur Voranmeldung nur vorgenommen werden, wenn sich diese gesamthaft gesehen zugunsten der Empfänger auswirken (z.B. Erhöhung Angebotspreis, Streichung von Bedingungen) oder wenn die Zielgesellschaft Gegenstand einer "due diligence review" und die Änderung sachlich gerechtfertigt ist und in der Voranmeldung ausdrücklich erwähnt wurde."*

Es erscheint uns unverhältnismässig, die bestehende "Due Diligence-Ausnahme" bei freundlichen Übernahmeangeboten zu streichen, zumindest wenn die Marktteilnehmer in der Voranmeldung genügend über eine eventuelle Preisminderung vorgewarnt wurden.

Die im Kommentar zur Revision angebrachten Argumente überzeugen diesbezüglich nicht: Wenn der Anbieter das Risiko, dass sich der vorangemeldete Preis nachträglich als zu hoch erweist, tragen muss, wird er kein Angebot (oder einfach ein Angebot zu einem tieferen Preis) voranmelden, was den Anlegern keinen Vorteil schafft, sondern für diese gerade nachteilig ist. Im Übrigen können die Aktionäre selber abschätzen und entscheiden, wie sie ein unter Vorbehalt stehendes Angebot beurteilen wollen.

## 5.3 Art. 9 Abs. 4 E-UEV

Wir schlagen vor, Art. 9 Abs. 4 E-UEV wie folgt zu redigieren:

*"Das Angebot muss sich auch auf Beteiligungspapiere erstrecken, welche aus ~~der Ausübung von Finanzinstrumenten~~ bis zum Ende der Nachfrist (Art. 14 Abs. 5) stammen, nicht hingegen notwendigerweise auf die Finanzinstrumente selbst."*

Diese Änderungsvorschlag hat nur eine redaktionelle Wirkung. Nur gewisse Finanzinstrumente sind ausübungsfähig (Optionen); bei anderen erfolgt die physische Lieferung der Basiswerte automatisch. Die von uns vorgeschlagene Änderung bezweckt, diese Rechtslage korrekt wiederzugeben.

## 5.4 Art. 10-12 E-UEV

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Kommentierung.

## 5.5 Art. 13 E-UEV

Wir schlagen vor, Art. 13 Abs. 1 E-UEV zu streichen.

Grundsätzlich begrüssen wir die Revision der Regelung der zulässigen Bedingungen, betrachten aber das in Abs. 1 verankerte Prinzip, wonach Bedingungen nur ausnahmsweise und nur mit behördlichem Einverständnis zulässig sein sollen, als zu einschränkend.

Die Einschränkung der Vertragsautonomie wirkt nicht nur zu Ungunsten der Anbieter, sondern auch zum Nachteil der Anleger und manchmal gar der Zielgesellschaft. Eine restriktive Genehmigungspraxis würde zwar zu einer Verminderung von nicht-zustande-gekommenen Angeboten wegen Eintritt bzw. Nicht-Eintritt von Bedingungen führen. Empirisch sind solche Fälle sehr selten. Gleichzeitig würde sie aber die Anbieter "angebotsscheu" machen, da sie nach der Verbreitung eines Angebotes viel mehr Risiken tragen müssten. Dies könnte zu einer Verminderung der Anzahl freundlicher und unfreundlicher Angebote führen, was auch den Anlegern und Gesellschaften und dem Markt als Ganzem schaden könnte.

#### 5.6 Art. 14 Abs. 6 E-UEV

Wir schlagen vor, Art. 14 Abs. 6 E-UEV wie folgt zu ergänzen:

*"In der Regel muss das Angebot spätestens am zehnten Börsentage nach Ende der Nachfrist vollzogen sein. Bleibt das Angebot an Bedingungen geknüpft (Art. 13 Abs. 5), kann der Vollzug mit der vorgängigen Zustimmung der Übernahmekommission höchstens vier Monate aufgeschoben werden. Die Übernahmekommission kann ausnahmsweise einer Verlängerung dieser Frist zustimmen, wenn der Verzicht auf die Bedingung nicht zumutbar ist und die Interessen der Anleger und der Zielgesellschaft gewahrt sind. Der Zeitpunkt der Abwicklung des Angebotes ist im Angebotsprospekt anzugeben."*

Grundsätzlich stimmen wir den Modifikationen von Art. 14 E-UEV zu. Die Höchstgrenze von vier Monaten könnte sich aber als zu kurz erweisen, wenn der Vollzug des Angebots von behördlichen Bewilligungen abhängig ist. Zwar kann man verlangen, dass der Anbieter alles ihm zumutbare unternimmt, um den Eintritt der Bedingung sicherzustellen. Diese Bemühungen werden jedoch nicht immer genügen, insbesondere bei multinationalen Gesellschaften, die in sensiblen oder hoch regulierten Bereichen tätig sind. Deshalb ist ein „Sicherheitsventil“ nötig. Wenn dies trotz unseres Vorschlages nicht ausdrücklich vorgesehen würde, bliebe allenfalls noch die Möglichkeit offen, eine Ausnahme gemäss Art. 4 E-UEV zu gewähren.

## 5.7 Art. 16 (alte) UEV-UEK

Wir schlagen vor, die heute geltende Fassung von Art. 16 UEV-UEK beizubehalten:

*"Ein bereits veröffentlichtes Angebot kann widerrufen werden, wenn der Anbieter sich diese Möglichkeit ausdrücklich durch eine oder mehrere Bedingungen nach Artikel 13 im Angebot vorbehalten hat."*

Die vorgeschlagene Einschränkung der Vertragsautonomie wirkt nicht nur zu ungunsten der Anbieter, sondern kann sich auch für die Anleger oder sogar für die Zielgesellschaft als nachteilig erweisen. Mit der vorgeschlagenen Lösung muss ein Anbieter seine Offerte aufrechterhalten und die dadurch verursachten Kosten tragen, auch wenn ihm klar wird, dass seine Übernahme scheitern wird.

Dieses Risiko würde die Anbieter "angebotsscheu" machen, was zu einem Rückgang freundlicher und unfreundlicher Übernahmeangebote führen könnte, wodurch auch die Anleger und die Gesellschaften selbst geschädigt würden.

Im Übrigen können die Aktionäre selber beurteilen, wie sie einen unter Vorbehalt stehenden Angebot begegnen wollen.

## 5.8 Art. 16-19 E-UEV

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

## 5.9 Art. 20 E-UEV

Wir schlagen vor, Art. 20 E-UEV wie folgt zu redigieren:

<sup>1</sup> *Der Angebotsprospekt enthält präzise Angaben über die Finanzierung sowie die Bestätigung der Prüfstelle, dass die Mittel zur über die vorgesehene Finanzierung verfügbar sind.*

<sup>2</sup> *Werden Effekten zum Tausch angeboten, die noch nicht verfügbar sind, so hat der Anbieter darzulegen, zu bestätigen, dass alle welche notwendigen Massnahmen getroffen ~~worden sind~~ werden müssen, damit die zum Tausch angebotenen Effekten am Vollzugstag zur Verfügung stehen.*

Das Übernahmerecht wirkt vor allem durch die Information der Marktteilnehmer, die in der Lage sind, selber direkt oder indirekt die veröffentlichten Informationen zu verarbeiten und daraus die richtigen Konsequenzen zu ziehen. Es sieht nur Mussvorschriften vor, wo das Lauterkeitsprinzip dies verlangt (siehe Art. 28 lit. c BEHG). Ein Übernahmeangebot zu verbreiten, ohne die Finanzierung bzw. die Beschaffung der Effekten sicherzustellen, verstösst nicht gegen diesen Grundsatz, vorausgesetzt die Anleger sind über den Sachverhalt ausreichend informiert.



In der Praxis kommt es häufig vor, dass im Zeitpunkt der Voranmeldung noch keine Drittfinanzierung bestehen, sondern lediglich sog. „highly confident letters“ von Banken, welche bestätigen, dass die geplante Finanzierung aller Voraussicht nach umgesetzt werden kann ohne dies jedoch verbindlich zuzusichern. Aus Zeit- und Vertraulichkeitsgründen ist es regelmässig nicht möglich, eine weitergehende Garantie der geplanten Finanzierung zu erhalten. In diesen Fällen sollte es dem Anbieter dennoch möglich sein, ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, sofern den Anlegern die verbleibende Unsicherheit der Finanzierung transparent aufgezeigt wird und mittels angemessenen Bedingungen abgedeckt wird (siehe auch oben Abschnitt 5.5).

Das Erfordernis einer absoluten Sicherstellung der Finanzierung (und nicht nur die Information über die geplante Finanzierung) stellt eine zu weit gehende Einschränkung der Parteiautonomie dar, nicht nur der Autonomie des Anbieters, sondern auch derjenigen der Anleger, die das Risiko, dass das Angebot wegen nicht-zustande-gekommener Finanzierung vielleicht zum Tragen kommt, eingehen wollten.

#### **5.10 Art. 20-28 E-UEV**

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

#### **5.11 Art. 29 Abs. 2 E-UEV**

Wir schlagen vor, den neu eingeführten Satz 2 von Art. 29 Abs. 2 E-BEHV-UEV zu streichen:

*"Die veröffentlichten Informationen müssen wahr und vollständig sein. ~~Beinhaltet der Bericht konkrete Angaben über zukünftig zu erwartende Ergebnisse der Zielgesellschaft, so sind die Grundlagen für diese Angaben und die wesentlichen Annahmen darzulegen, auf denen die Prognosen beruhen.~~"*

Obwohl wir die Begründung dieses Satzes im Revisionsentwurf nachvollziehen können, geht eine allgemeine Pflicht, alle konkreten Angaben über zukünftig zu erwartende Ergebnisse der Zielgesellschaft mit Angabe der Grundlagen für die Angaben und die wesentlichen Annahmen zu begründen, zu weit. Sie könnte entgegen des angestrebten Zieles dazu führen, dass der Verwaltungsrat keine konkreten Angaben über zukünftige Ergebnisse veröffentlicht, wie es in den USA vor der Einführung des *Safe Harbours* für "*forward looking statements*" der Fall war. Damit würde die Transparenz aber nicht verbessert, sondern im Gegenteil verringert.

Selbstverständlich gelten immer noch die allgemeine Grundsätze über die Wahrheit und die Vollständigkeit der Information (Art. 29 Satz 1 E-UEV). Diese können unter Umständen eine Pflicht zur Veröffentlichung der Grundlagen oder der Annahmen implizieren, z.B. wenn die Information ohne diese Präzisierung als falsch oder irreführend wäre.

**5.12 Art. 30-34E-UEV**

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

**5.13 Art. 35 E-UEV**

Wir schlagen vor, den Anwendungsbereich des neu eingeführten lit. a von Art. 35 Abs. 2 E-UEV einzuschränken:

*"Handel mit eigenen Beteiligungspapieren und mit Effekten der Gesellschaft, deren Effekten zum Tausch angeboten werden sowie mit den auf sie beziehende Finanzinstrumente. Rückkaufsprogramme und Handel mit eigenen Beteiligungspapieren, die vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots beschlossen worden sind, sind auch ohne einen Beschluss der Generalversammlung zulässig."*

Rückkaufsprogramme und Handel mit eigenen Beteiligungspapieren können zwar als Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft eingesetzt werden und entsprechend als gesetzwidrig i.S.v. Art. 29 Abs. 2 BEHG qualifizieren. Deshalb befürworten wir die vorgeschlagene Änderung.

"Normale" Transaktionen sollten aber nicht unter dieses Verbot fallen. Gemäss Art. 29 Abs. 2 BEHG *e contrario* sind Rechtsgeschäfte, die vor der Veröffentlichung beschlossen worden, nicht als gesetzwidrig zu betrachten. Der Klarheit halber schlagen wir vor, dass für diese Abgrenzung ausdrücklich auf das Rückkaufsprogramm (und nicht auf die unter das Programm fallenden einzelnen Transaktion) angeknüpft wird.

**5.14 Art. 36-49 E-UEV**

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

**5.15 Art. 50-51 E-UEV**

Wir schlagen vor, Art. 50 Abs. 3 E-UEV wie folgt zu ergänzen:

*"Das vorhergehende Angebot kann nach den Bedingungen von Artikel 51 widerrufen oder geändert werden. Das vorhergehende und das konkurrierende Angebot kann können nur mit vorgängiger Zustimmung der Übernahmekommission verlängert werden."*

Entsprechend schlagen wir auch vor, Art. 51 Abs. 1 E-UEV wie folgt zu ergänzen:

*"Ein Angebot kann spätestens am fünften Börsentag vor seinem, allenfalls nach Artikel 50 Absatz 1 verlängerten Ablauf, widerrufen oder geändert werden."*

Wie oben ausgeführt sind wir der Auffassung, dass der Widerruf eines Angebotes möglich sein soll, wenigstens dann, wenn die Bedingungen des konkurrenzieren-

den Angebotes nicht wesentlich einschränkender sind – für den Anbieter des Erstangebotes laufen nämlich Kosten (Kreditkosten, aber auch Opportunitätskosten) weiter, wenn er sich nicht zurückziehen darf, obwohl klar ist, dass die Anbotsempfänger nur das bessere Angebot (wenn überhaupt) annehmen werden. Entsprechend schlagen wir vor, diese Möglichkeit auch in Zusammenhang mit konkurrierenden Angeboten beizubehalten.

#### **5.16 Art. 52-54 E-UEV**

Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Kommentierung.

#### **5.17 Art. 54 Abs. 3 E-UEV**

Wir schlagen vor, Art. 54 Abs. 3 E-UEV wie folgt zu modifizieren:

*~~Ein Aktionär~~ Aktionäre, welche eine Beteiligung von mindestens 2 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft nachgewiesen ~~hat~~ haben, ob ausübbar oder nicht, ~~hat~~ haben Parteistellung, wenn-er sie diese bei der Übernahmekommission ~~beansprucht~~-beanspruchen.*

Der vorgeschlagene Regelung steht im Widerspruch zu Art. 33b Abs. 3 nBEHG: statt mehreren Aktionären, die gemeinsam mindestens 2 Prozent der Stimmrechte halten, Parteistellung zu gewähren, fordert der E-UEV, dass die entsprechende Mindestbeteiligung durch einen einzigen Aktionär gehalten werden muss. Die Aktionäre müssen jedoch auch die Möglichkeit haben, sich zu vereinigen, um Parteirechte zu erhalten und am Verfahren teilzunehmen.

Übrigens finden wir diese Beschränkung der Parteistellung fragwürdig. Daher können wir der Befürwortung einer Erhöhung der Mindestbeteiligung auf 3% im Kommentar zur Revision des FINMAG, nicht zustimmen. Jedoch ist diese Frage – wie im Kommentar zur Revision ausgeführt – Aufgabe des Gesetzgebers.

#### **5.18 Art. 55 – 66 E-UEV**

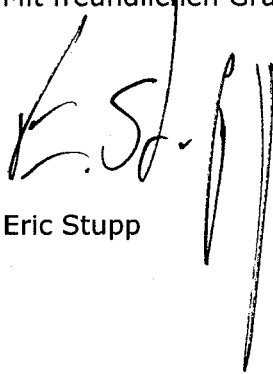
Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

\* \* \*

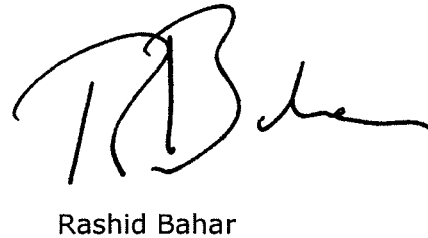
Diese Stellungnahme gibt die Analyse des Banking Teams der Bär & Karrer AG und nicht die Meinung jedes einzelnen Rechtsanwalts unserer Kanzlei wieder.

Es würde uns freuen, wenn Sie diese Stellungnahme im Rahmen der weiteren Revisionsarbeiten wohlwollend berücksichtigen. Sollten Sie Fragen zu den Ausführungen in dieser Stellungnahme haben, stehen Ihnen Rashid Bahar ([r.bahar@baerkarrer.ch](mailto:r.bahar@baerkarrer.ch)) oder Eric Stupp ([e.stupp@baerkarrer.ch](mailto:e.stupp@baerkarrer.ch)) gerne zur Verfügung.

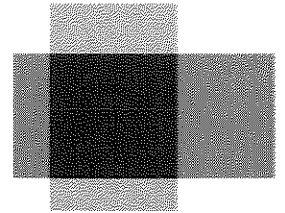
Mit freundlichen Grüßen



Eric Stupp



Rashid Bahar



economiesuisse

Eidg. Bankenkommission  
Börsen und Märkte  
Postfach  
3001 Bern

vorab per e-mail an  
thomas.hess@ebk.admin.ch

4. August 2008

### **Öffentliche Anhörung der Entwürfe für die Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA) und die neue Übernahmeverordnung (UEV)**

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 24. Juni 2008 haben Sie die interessierten Kreise eingeladen zu den randvermerkten Vorlagen Stellung zu nehmen.

Unsere hauptbetroffenen Mitglieder haben über SwissBanking wie SwissHoldings direkt Stellung genommen. Da es sich bei den meisten Fragen um sehr technische Aspekte handelt, beschränken wir uns nachstehend auf einige grundsätzliche Bemerkungen und verweisen im Weiteren auf die oben erwähnten zentralen Anregungen aus der Praxis:

- Die beiden Vorlagen sind durch die Restrukturierung der Schweizer Finanzmarktaufsicht bedingt und werden von uns grundsätzlich unterstützt. Wir begrüssen, dass bei dieser Gelegenheit nicht nur formelle Anpassungen vorgenommen sondern auch hängige materielle Fragen geregelt werden. Eine verbesserte Transparenz bei der Offenlegung von Beteiligungen ist wichtig, abgestimmt auf die an führenden internationalen Plätzen herrschenden Regeln, namentlich den Vorschriften in der EU.
- Umgehungen von Meldepflichten muss mit einer wirksamen und entschlossenen Anwendung des Instrumentariums des Offenlegungsrechts begegnet werden. Dabei ist eine praktikable Umsetzung auch unter dem Aspekt der Wettbewerbsfähigkeit zentral.
- Betreffend der Wertpapierleihe (Art. 12 E-BEHV-FINMA) erscheint uns eine neuerliche Überprüfung notwendig. Einerseits gilt es verdeckte Transaktionen zum Aufbau von Beteiligungen, wie es in der Vergangenheit aufgetreten ist, transparent zu machen. Andererseits gilt es, die Praktikabilität und die Übereinstimmung mit den Regeln an anderen internationalen Plätzen zu wahren.
- Angesichts der bestehenden Strafandrohung nach Art. 41 BEHG muss das rechtsstaatliche Bestimmtheitsgebot (Art. 1 StGB) genau beachtet und darf der Geltungsbereich nicht auf der

Verordnungsstufe über das Gesetz hinaus erweitert werden. In diesem Sinne ist etwa Art. 13 E-BEHV-FINMA nochmals zu prüfen.

- Die neue Verfahrensordnung im Übernahmewesen mit einer Verkürzung des Instanzenzugs und kurzen Rechtsmittelfristen ist positiv. Entscheidend ist eine weiterhin pragmatische Handhabung trotz der neuen Verfügungskompetenz der Übernahmekommission und den erweiterten Parteirechten (Minderheitsaktionäre).
- Im Zusammenhang mit den zu publizierenden Angaben zur Finanzierung (Art. 20 UEV) erscheint uns die vorgeschlagene Erweiterung mit dem Zusatz „präzise“ sowie dem im Kommentar enthaltenen Katalog der neuen Angaben über das Ziel hinauszuschiessen. Entscheidend ist die Sicherheit der Zahlung, Details über Bankkonsortien, Laufzeiten etc. mögen für die Prüfstelle oder die Übernahmekommission für eine Beurteilung relevant sein, gehören aber nicht in den Angebotsprospekt.
- Der Bericht des Verwaltungsrates (Art. 29 UEV) soll sich weiterhin auf die Offenlegung der wesentlichen Elemente, welche die Stellungnahme beeinflusst haben, beschränken dürfen. Dabei ist der Zwang zur Offenlegung des internen Abstimmungsverhältnisses ein zu weit gehender Eingriff in die innere Organisation der Zielgesellschaft. Hingegen ist die Offenlegung der Beteiligung bzw. Nicht-Beteiligung von Mitgliedern, welche einem Interessenkonflikt unterliegen, im Sinne der Transparenz wünschbar.
- Die vorgeschlagene Ergänzung betreffend gesetzeswidriger Abwehrmassnahmen (Art. 35 Abs. 2) ist überschüssend, namentlich das neue explizite – und offenbar ohne Ausnahme geltende – Verbot des Handels mit eigenen Aktien.

Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Anliegen und stehen Ihnen mit unseren Experten für die notwendige Überarbeitung gerne zu Verfügung.

Freundliche Grüsse  
economiesuisse



Thomas Pletscher, lic. jur.  
Mitglied der Geschäftsleitung



Urs Furrer, Rechtsanwalt  
Stv Leiter Wettbewerb u. Regulatorisches

**Per E-Mail** (thomas.hess@ebk.admin.ch)

Eidg. Bankenkommission (EBK)  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
3001 Bern

4. August 2008

N | CRF | FINMA | 000008.DOCX

**Dr. iur. Hansjürg Appenzeller**  
Rechtsanwalt

**lic. iur. Fabienne Crisovan**  
Rechtsanwältin

Homburger AG  
Weinbergstrasse 56 | 58  
CH-8006 Zürich  
Postfach 194 | CH-8042 Zürich  
Telefon +41 43 222 10 00  
Fax +41 43 222 15 00  
hansjuerg.appenzeller@homburger.ch  
fabienne.crisovan@homburger.ch

## **Stellungnahme zu den Revisionsentwürfen BEHV-FINMA und UEV**

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 20. Juni 2008 hat die Eidgenössische Bankenkommission (**EBK**) interessierte Kreise eingeladen, zur geplanten Revision der Verordnung der EBK über die Börsen und den Effektenhandel (neu Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel, **BEHV-FINMA**, vormals **BEHV-EBK**) sowie der Verordnung der Übernahmekommission (**Übernahmekommission** oder **UEK**) über öffentliche Kaufangebote (**Übernahmeverordnung** oder **UEV**, vormals **UEV-UEK**) Stellung zu nehmen.

Die Anwaltskanzlei Homburger AG reicht hiermit eine Stellungnahme zu den Revisionsvorschlägen, soweit sie übernahmerechtliche Fragen betreffen, ein, die von Hansjürg Appenzeller und Fabienne Crisovan verfasst wurde.

Unsere Stellungnahme gliedert sich wie folgt:

<b>I. Vorbemerkungen .....</b>	<b>3</b>
<b>II. Bemerkungen zu den einzelnen Artikeln .....</b>	<b>6</b>
<b>A. Revisionsvorschläge zur BEHV-FINMA .....</b>	<b>6</b>
1. 4. Kapitel – Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes (Art. 24 – 43 BEHV-FINMA) .....	6
2. Art. 14 Abs. 1 <sup>bis</sup> BEHV-FINMA – Weitere meldepflichtige Tatbestände .....	7
3. Art. 29 BEHV-FINMA – Gegenstand des Pflichtangebotes .....	9
4. Art. 39 BEHV-FINMA – Abgeltung des Angebotspreises .....	11
5. Art.50 BEHV-FINMA – Inkrafttreten .....	13
<b>B. Revisionsvorschläge zur UEV .....</b>	<b>13</b>
1. Art. 1 UEV – Zweck .....	13
2. Art. 2 UEV – Definitionen .....	13
3. Art. 3 UEV – Verfügungen .....	14
4. Art. 4 UEV – Ausnahmen .....	15
5. Art. 5 UEV – Grundsatz und Inhalt .....	16
6. Art. 6 – Veröffentlichung .....	17
7. Art. 7 UEV – Wirkungen .....	17
8. Art. 8 UEV – Massgeblicher Zeitpunkt .....	19
9. Art. 9 UEV – Gleichbehandlungsgrundsatz .....	20
10. Art. 10 UEV – <i>Best Price Rule</i> .....	21
11. Art. 13 UEV – Bedingungen .....	21
12. Art. 14 – Dauer des Angebots .....	23
13. Art. 16 – Rücktrittsfrist bei untersagtem Angebot .....	25
14. Art. 17 UEV – Grundsätze .....	26
15. Art. 18 UEV – Veröffentlichung des Angebotes .....	26
16. Art. 19 UEV – Angaben über den Anbieter .....	28
17. Art. 20 UEV – Angaben über die Finanzierung des Angebots .....	28
18. Art. 24 UEV – Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten .....	29
19. Art. 29 UEV – Grundsätze .....	30
20. Art. 32 UEV – Veröffentlichung des Berichtes .....	31
21. Art. 35 UEV – Gesetzwidrige Abwehrmassnahmen .....	32
22. Art. 43 UEV – Veröffentlichung des Zwischenergebnisses   Art. 46 UEV – Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses .....	33
23. Art. 49 UEV – Konkurrierendes Angebot .....	33
24. Aufhebung von Art. 57 UEV-UEK – Auskünfte .....	33
25. Art. 60 Abs. 2 UEV – Vorgängige Prüfung des Angebotes .....	34
26. Art. 64 UEV – Einsprache .....	35
27. Art. 68 UEV – Inkrafttreten .....	36



## I. Vorbemerkungen

Aus Gründen der Verfahrenseffizienz begrünnen wir die Behördenreorganisation und neue Verfahrensordnung der UEK. Wir sind überzeugt, dass sich das vereinfachte Verfahren und die Verfügungskompetenz der UEK positiv auf die Verfahrensführung sowie Übernahmepraxis auswirken werden.

Die Rechtssicherheit und -klarheit gebieten es aber unseres Erachtens, dass gewisse Teilaspekte in den Vorlagen geändert oder an die bisherigen, bewährten Verfahrensgrundsätze angepasst werden. Dazu gehören insbesondere folgende Punkte:

- (i) Mit Einführung der Verfügungskompetenz der UEK und der damit einhergehenden Aufwertung ihrer Stellung besteht kein Grund mehr, die Kompetenz zum Erlass der Ausführungsbestimmungen zum Übernahmerecht auf die FINMA und die UEK aufzuteilen. Die FINMA fungiert inskünftig nurmehr als Oberaufsichtsbehörde der UEK bzw. als Beschwerdeinstanz zu Verfügungen der UEK<sup>1</sup>. Dieses Konzept der Behördenreorganisation liegt auch den Änderungen in Art. 32 Abs. 2 Einleitungssatz und Abs. 7 nBEHG zugrunde (vgl. auch Kompetenzen der UEK gemäss Art. 28 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, **Börsengesetz** oder **BEHG**). Es wäre daher sinnvoll, wenn sämtliche übernahmerechtlichen Ausführungsbestimmungen – entgegen der Erlasskompetenz nach Art. 32 Abs. 6 BEHG – von der UEK als Fachbehörde selbst erlassen würden. Aufgrund der Botschaft zur FINMAG ist unklar, ob die Nicht-Anpassung von Art. 32 Abs. 6 BEHG ein gesetzgeberisches Versehen ist. Es ist zu bedauern, dass im Rahmen der Revision die Verordnungskompetenz in übernahmerechtlichen Belangen nicht der UEK (sub-)delegiert wurde (vgl. dazu Ziff. II.A.1).
- (ii) Das Institut der Auskunft nach Art. 57 UEV-UEK soll gemäss Revisionsvorschlag vollständig abgeschafft werden. Dies wäre aus Sicht des beratenden Anwaltes zu bedauern. Dieses Institut hat sich in der langjährigen Praxis sehr bewährt. Es besteht ein praktisches Bedürfnis, über abstrakte Rechtsfragen eine bindende Auskunft der UEK und somit Rechtssicherheit zu erhalten. Diese Rechtssicherheit dient allen Marktteilnehmern. Potentielle Anbieter oder Zielgesellschaften können ihre Pläne sowie ihr Verhalten bereits in einer Frühphase der Transaktion an die übernahmerechtlichen Vorgaben und Praxis der UEK ausrichten, die sich oft auch ausserhalb der

<sup>1</sup> Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 1. Februar 2006 (**BOTSCHAFT FINMAG**), BBl 2006, 2904 f.

veröffentlichten Entscheide fortentwickelt (zu denken ist vor allem an die informellen Gespräche und Vorentscheide der UEK in laufenden Übernahmeverfahren). Es ist niemandem gedient, wenn abschlägige Verfügungen der UEK erfolgen. Voraussehbarkeit der Entscheide fördert die Qualität des Übernahmeverfahrens sowie das Vertrauen der Marktteilnehmer in die UEK und stärkt somit ihre Glaubwürdigkeit. Letzten Endes wird durch die Rechtssicherheit gesetzeskonformes Handeln gewährleistet, was wiederum der Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes dienlich ist (vgl. Art. 1 BEHG). Das Argument, wonach dadurch das rechtliche Gehör der potentiellen Parteien verletzt werden könnte, ist nicht stichhaltig. Mit dem Einspracheverfahren (vgl. 64 UEV), das den nicht am Verfahren Beteiligten zur Verfügung steht, kann das rechtliche Gehör nachträglich gesichert werden. Unverbindliche Auskünfte des Sekretariates (Art. 53 Abs. 4 UEV) sind zwar in gewissen Konstellationen hilfreich, ersetzen aber nicht den Verdienst der verbindlichen Auskünfte. Da bereits unter Art. 57 Abs. 2 UEV-UEK ein berechtigtes Interesse an bindenden Auskünften nachgewiesen werden musste, sollte dieses Institut auch weiterhin in berechtigten Fällen zur Verfügung stehen (vgl. dazu Ziff. II.B.24).

- (iii) Die Aufteilung der Definitionen in "*Beteiligungspapiere*" und "*Finanzinstrumente*" führt zu Unklarheiten und scheint im Revisionsvorschlag nicht vollständig durchgesetzt worden zu sein. Es wäre daher sinnvoll, den Begriff der Finanzinstrumente unter dem Oberbegriff Beteiligungspapiere zu subsumieren (vgl. dazu Ziff. II.B.2). Sodann scheint es vor dem Hintergrund des Entwurfes für ein Bundesgesetz über Bucheffekten, das voraussichtlich Mitte 2009 in Kraft treten wird, sowie des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange (vgl. "*Beteiligungsrechte*") überholt zu sein, noch von "*Papieren*" zu besprechen. Da das BEHG diese Terminologie weiterhin verwendet, ist es wohl zu früh – obwohl praxisgerechter –, eine andere Terminologie in der BEHV-FINMA und UEV einzuführen.

Die UEV beinhaltet sodann zahlreiche Änderungen, welche nicht im direkten Zusammenhang mit der Behördenreorganisation stehen, sondern Verbesserungen des geltenden Übernahmerechtes darstellen. Die FINMA und die UEK sollten diese Gelegenheit ergreifen, auch weitere Unzulänglichkeiten, Ineffizienzen oder überholte Anforderungen zu beseitigen, die in unserer Beratung regelmässig schwierige Fragen aufwerfen oder Friktionen bzw. unnötige Kosten verursachen. In diese Kategorie fallen folgende Eigenheiten des schweizerischen Übernahmeverfahrensrechts:

- (a) Sämtliche Publikationen zu einem Angebot werden mehrfach veröffentlicht. Insbesondere die Publikation der Angebotsdokumente in voller Länge in den Printmedien erweist sich als kostenintensiv und aufwändig, ist aber von geringem praktischem Nutzen. Angebotsempfänger nehmen in erster Linie durch ihre Depotbanken Kenntnis von einem Angebot oder aber von der Verbreitung von Informationen durch die Publikation via elektronische Medien (die dann notabene von den Zeitungen selbst aufgegriffen und teilweise veröffentlicht werden). Die oft mehrseitigen Zeitungsinserate werden vom breiten Publikum in der Regel überblättert und sind durch ihr Format benutzerfeindlich und wenig leserlich. Da mit Bezug auf Kotierungsprospekte bereits bewährte Regelungen zur Publikation von Prospekten bestehen, bietet sich an, analog zu den Kotierungsinseraten nur kurze Angebotsinserate mit den wesentlichen Eckdaten des Angebotes sowie dem Hinweis auf die Bezugsmöglichkeiten des vollständigen Prospekts in den Zeitungen zu publizieren. Solche Inserate wären viel mehr dazu geeignet, die Aufmerksamkeit von Angebotsempfängern auf sich zu ziehen und wären der Effizienz dienlich. Der übernahmerechtliche Grundsatz der Transparenz wäre dadurch nicht beeinträchtigt, ist doch auch das Kotierungsrecht diesem Grundsatz verpflichtet (vgl. Art. 1 des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange, **KR**, und Art. 1 BEHG) (vgl. dazu Ziff. II.B.15).
- (b) Ähnliche Überlegungen gelten zur Veröffentlichung der Zwischen- und Endergebnisse in Zeitungen. Spätestens vier Börsentage nach Ablauf der entsprechenden Frist werden diese Ergebnisse mittels Inserat in den Printmedien veröffentlicht. Dies, nachdem diese Ergebnisse schon in den elektronischen Medien provisorisch bekannt gegeben und die entsprechenden Meldungen von den Zeitungen wiedergegeben wurden, bevor dann die Ergebnisinserate der Anbieter in den Zeitungen erfolgen. Diese vielschichtigen Informationsquellen sind irreführend und überflüssig. Irreführend, weil das breite Publikum oft nicht zwischen den provisorischen und endgültigen Ergebnissen unterscheiden bzw. diese Formalität nicht auseinander halten kann. Überflüssig sind diese Inserate, weil die professionellen Marktteilnehmer die Informationen in den elektronischen Medien verarbeiten und nicht auf die Inserate abstellen. Deshalb schlagen wir vor, dass die endgültigen Zwischen- und Endergebnisse nicht in den Printmedien veröffentlicht, sondern lediglich auf der Website der Übernahmekommission aufgeschaltet werden müssen (vgl. dazu Ziff. II.B.22).
- (c) Aus der Sicht von Marktteilnehmern wäre es wünschenswert gewesen, wenn der Revisionsvorschlag die parallele Meldepflicht gemäss BEHV-

FINMA und gemäss UEV während eines laufenden Angebotes explizit ausgeschlossen hätte, anstelle eine solche explizit zu statuieren. Die unterschiedlichen Regelungen mit Bezug auf die Entstehung der Meldepflicht, Fristen und Publikationsorgane führen zwangsläufig zu widersprüchlichen Publikationen bezüglich Transaktionen in Beteiligungspapieren während eines laufenden Angebotes, was den Zwecken der Transparenz und Marktinformation zuwiderläuft (vgl. dazu Ziff. II.A.2).

Die vorliegende Stellungnahme erfolgt artikelweise, zuerst zur BEHV-FINMA und danach zur Übernahmeverordnung. Innerhalb eines Artikels setzen wir uns jeweils mit den Revisionsvorschlägen auseinander und begründen unsere Änderungs- und Ergänzungsvorschläge. Im Anschluss an die Begründung finden Sie unseren Textvorschlag, wobei Abweichungen zum Revisionsvorschlag markiert sind. Zusätzlich finden Sie der besseren Übersichtlichkeit halber in der Beilage die synoptische Darstellung der Entwürfe zur BEHV-FINMA und zur UEV, in dem unsere Ergänzungs- und Änderungsvorschläge ebenfalls markiert in den Verordnungstext eingearbeitet sind.

## **II. Bemerkungen zu den einzelnen Artikeln**

### **A. Revisionsvorschläge zur BEHV-FINMA**

#### **1. 4. Kapitel – Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes (Art. 24 – 43 BEHV-FINMA)**

Mit der Einführung der FINMA erfolgt auch eine Revision der Behördenorganisation im Übernahmewesen. Die Übernahmekommission wurde ursprünglich als Fachinstanz geschaffen, damit ein rasch handlungsfähiges und sachkompetentes Gremium die Einhaltung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote beurteilen und diesbezüglich Empfehlungen erlassen kann (Art. 23 BEHG)<sup>2</sup>. Als reines Fachgremium hatte die Übernahmekommission allein die Kompetenz Empfehlungen zu erlassen, die von der EBK als Aufsichtsbehörde entweder von Amtes wegen oder aufgrund einer Anfechtung oder Missachtung einer Empfehlung durch eine Partei überprüft werden konnte. Die EBK sollte aber nur bei offensichtlichen Mängeln einschreiten und im Grundsatz der besonderen Fachkompetenz der Übernahmekommission als Fachbehörde Folge leisten<sup>3</sup>. In der Praxis hat sich die Übernahmekommission als eigentliche erste Instanz etabliert,

<sup>2</sup> Vgl. MYRIAM SENN, Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz: Entstehung - Rechtsnatur - Organisation - Ausblick, in: AJP 1997, S. 1177 und S. 1184.

<sup>3</sup> CHRISTIAN KÖPFLI, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 268; SENN, a.a.O., S. 1183.

deren Empfehlungen weitreichend Akzeptanz geniessen und nicht leichtfertig angefochten werden.

Im Rahmen der Behördenreorganisation im Übernahmewesen wird dieser Stellung Rechnung getragen und die Übernahmekommission wird als erste Instanz und Verfügungsbehörde aufgewertet. Der FINMA wird nicht in dem Masse die Aufsichtsfunktion über die Übernahmekommission zukommen wie der EBK, sondern sie wird nur als Oberaufsicht und zweite Instanz in Übernahmefragen fungieren, ohne von Amtes wegen ins Übernahmeverfahren eingreifen zu können. Das ist förderlich für ein speditives Verfahren und dient der Rechtssicherheit.

Als Folge dieser Behördenreorganisation wäre eine logische Konsequenz gewesen, dass die Übernahmekommission als Fachbehörde alleinige Kompetenz hat, in übernahmerechtlichen Angelegenheiten Ausführungsbestimmungen zu erlassen (vgl. die Ausführungen unter Ziff. I.(i)). Es ist zu bedauern, dass der Gesetzgeber die Verordnungskompetenz zu übernahmerechtlichen Angelegenheiten nicht vollständig der Übernahmekommission eingeräumt hat, damit Kapitel 4 der BEHV-FINMA (Art. 24 – 43 BEHV-FINMA) vollständig in die Übernahmeverordnung integriert werden könnte.

## **2. Art. 14 Abs. 1<sup>bis</sup> BEHV-FINMA – Weitere meldepflichtige Tatbestände**

Die parallele Meldepflicht gemäss BEHV-FINMA und gemäss UEV führt aufgrund der unterschiedlichen Regelungen mit Bezug auf die Entstehung der Meldepflicht, Fristen und Publikationsorgane zwangsläufig zu widersprüchlichen Veröffentlichungen von Transaktionen in Beteiligungspapieren während eines laufenden Angebotes, was den Zwecken der Transparenz und Marktinformation zuwiderläuft.

Insbesondere vor dem Hintergrund der Revisionsvorschläge gemäss UEV bezüglich Meldung und Veröffentlichung von Transaktionen während eines laufenden Angebotes besteht kein Anlass zur Weiterführung der Meldepflichten gemäss BEHV-FINMA:

- Während eines laufenden Angebots besteht eine Meldepflicht des Anbieters sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen für jegliche Art von Transaktion in Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten der Zielgesellschaft (Art. 37 UEV).
- Die Meldung ist an die Übernahmekommission sowie an die Offenlegungsstelle zu richten (Art. 37 Abs. 1 UEV, Art. 41 UEV).

- Die Übernahmekommission publiziert die gemeldeten Transaktionen auf ihrer Website (Art. 42 UEV).
- Art. 9 – 36a BEHV-FINMA sind sinngemäss auf die Meldepflichten im Übernahmeverfahren anwendbar (Art. 39 UEV).
- Nach Ablauf der Angebotsfrist ist das Zwischenergebnis (Art. 43 UEV) und nach Ablauf der Nachfrist das Endergebnis (Art. 46 UEV) zu publizieren, welche die Gesamtzahl der gehaltenen bzw. erworbenen Beteiligungspapiere nochmals zusammenfassen.

Die Meldepflichten gemäss Übernahmeverordnung gehen somit wesentlich weiter als die Meldepflichten nach BEHV-FINMA. Eine parallele Meldepflicht nach Übernahmeverordnung und BEHV-FINMA würde somit zu unnötigen Doppelspurigkeiten und Mehraufwand führen, ohne dass ein Vorteil der Marktteilnehmer dafür ersichtlich wäre. Im Gegenteil ist es für den Marktteilnehmer verwirrend, wenn einerseits sämtliche Transaktionen laufend zeitnah gemeldet und publiziert werden und andererseits ausschliesslich bei Überschreitung der entsprechenden Schwellenwerte eine Meldung nach BEHV-FINMA erfolgen würde, die jedoch erst vier Börsentage nach Entstehen der Meldepflicht vorgenommen und nach zwei weiteren Börsentagen veröffentlicht werden muss. Darüber hinaus erfolgt im Rahmen des öffentlichen Angebots die Publikation des Zwischenergebnisses und des Endergebnisses.

Da die Übernahmeverordnung eine klare und konsistente Meldepflicht sowie Publikation von Transaktionen in Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten vorsieht und die Offenlegungsstelle gleichzeitig mit der Übernahmekommission über Transaktionen informiert wird, schlagen wir vor, dass während der Dauer eines öffentlichen Angebotes die Meldepflichten des Anbieters nach BEHV-FINMA durch die Meldepflichten gemäss Übernahmeverordnung abgelöst werden:

<sup>1</sup>bis *Während der Dauer des Übernahmeverfahrens, d.h. von der Veröffentlichung der Voranmeldung beziehungsweise des Angebots (Art. [●] UEV) bis zum Ende der Nachfrist (Art. [●] UEV), gelten für den Anbieter sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnden Personen ausschliesslich die Meldepflichten gemäss Art. [●] bis [●] UEV ~~bestehen die Meldepflichten für den Anbieter sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnden Personen gegenüber den Offenlegungsstellen.~~*"

### 3. Art. 29 BEHV-FINMA – Gegenstand des Pflichtangebotes

#### a) Anwendungsbereich

Die herrschende Lehre und Praxis gehen davon aus (*e contrario* aus Art. 29 Abs. 2 BEHV-EBK *in fine*), dass ein Pflichtangebot nur Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine, jedoch nicht Optionsrechte bzw. Finanzinstrumente (vgl. Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK) umfasst<sup>4</sup>.

Werden die einschlägigen Bestimmungen (Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK bzw. Art. 32 Abs. 1 BEHG) indes historisch sowie grammatikalisch und systematisch ausgelegt, müsste sich ein Pflichtangebot auf alle Arten von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft erstrecken, einschliesslich kotierter Finanzinstrumente, deren Preis von den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft abgeleitet wird und die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen:

- Der Gesetzgeber hat unter dem Begriff "*Beteiligungspapiere*" auch Wandel- und Optionsrechte verstanden<sup>5</sup>.
- Gemäss Art. 2 lit. e BEHG sind Finanzinstrumente auch als "*Beteiligungspapiere*" zu bezeichnen<sup>6</sup>.
- In gewissen Konstellationen kann auch der Erwerb von Optionen die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebotes auslösen<sup>7</sup>.
- Zu berücksichtigen ist auch Art. 33 BEHG, der die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere regelt. Gegenstand der Kraftloserklärung sind nach herrschender Praxis und Lehre insbesondere auch die Wandel- und Optionsrechte<sup>8</sup>.

Aber auch die *ratio legis* von Art. 32 BEHG ergibt, dass sich ein Pflichtangebot auf kotierte Finanzinstrumente erstrecken müsste. Mit dem Pflichtangebot wird den Minderheitsaktionären die Möglichkeit gegeben, sich gegen allfällige Änderungen in der Unternehmenspolitik durch eine neue Aktionärsgruppe zu schützen. Gleich wie die Aktionäre sind die Inhaber von Wandel-, Erwerbs- und Ver-

<sup>4</sup> KARL HOFSTETTER | EVELYN HEUBERGER, Basler Kommentar zum Börsengesetz (**BSK BEHG**), Rolf Watter und Nedim Peter Vogt, Basel 2007, Art. 32 N 101; RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, S. 372; CHRISTIAN MEIER-SCHATZ | URS GASSER, Analyse der Praxis der Übernahmekommission, in Weber Rolf H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 139 – 228, S. 175 f.

<sup>5</sup> Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993 (Sonderdruck) (**BOTSCHAFT BEHG**), S. 30 (Ziff. 212.4).

<sup>6</sup> RUDOLF TSCHÄNI | JACQUES IFFLAND | HANS-JAKOB DIEM, BSK BEHG, Art. 2 lit. e N 5.

<sup>7</sup> Empfehlung II der UEK vom 31. Oktober 2006 in Sachen *Saurer AG – Angebotsprospekt*, E. 3.2.5.

<sup>8</sup> CORRADO RAMPINI | MATTHEW REITER, BSK BEHG, Art. 33 N 17.

äusserungsrechten im Falle eines Kontrollwechsels dem möglichen Missbrauch der Mehrheitsaktionäre ausgesetzt. Zudem sind sie wirtschaftlich betroffen: Nicht nur kann sich dadurch das Geschäfts- und Kreditrisiko der Zielgesellschaft ändern (z.B. bei einem *leverage buy-out*), sondern auch die Markt-Liquidität der Aktien, auf die sich die Optionsrechte beziehen, und somit der Wert dieser Rechte. Aus diesem Grund ist der Schutz der Inhaber von Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechten ebenfalls geboten. Dies um so mehr, als nur damit eine Gleichbehandlung der Anleger erreicht werden kann (vgl. Art. 1 BEHG).

## b) Textvorschlag und Konsequenzen

Aus diesen Gründen scheint uns eine Ausdehnung des Pflichtangebotes auf Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte zum Schutz von Inhabern von Anleiheobligationen geboten. Deshalb ist unseres Erachtens Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK wie folgt zu ergänzen:

*"Das Pflichtangebot hat sich auf alle Arten von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft (einschliesslich kotierte Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet und die eine Realerfüllung vorsehen) zu erstrecken."*

Aus gesetzgeberischer Sicht stellen sich bei dieser Lösung folgende Fragen:

- (i) Was ist Gegenstand des Pflichtangebotes, wenn es sich auf Wandel-, Optionsanleihen oder "*Mandatory Convertible Securities*" erstreckt?

Bei Optionsanleihen lassen sich die Fremdkapital- und Eigenkapitalelemente trennen. Demnach müsste sich ein Pflichtangebot auf die Optionsrechte, jedoch nicht auf die Anleihe selbst, erstrecken.

Bei Wandelanleihen und "*Mandatory Convertible Securities*" lässt sich die Frage nicht einfach beantworten, da die Wandelrechte untrennbar mit der Anleihe verbunden sind, also nicht separat übertragen werden können. Aus praktischen Überlegungen muss sich das öffentliche Kaufangebot auf die Wandelanleihe und "*Mandatory Convertible Securities*" selbst beziehen<sup>9</sup>.

- (ii) Wie verhält es sich bei Wandel- und Optionsanleihen sowie "*Mandatory Convertible Securities*", die von Tochtergesellschaften (insbesondere ausländische Finanzvehikeln) der Zielgesellschaft ausgegeben werden?

<sup>9</sup> vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2001 in Sachen *Sulzer Capital B.V.*, E.3.



Oft werden Finanzinstrumente von schweizerischen Publikumsge-  
sellschaften aus steuerlichen Gründen durch ausländische Finanzvehikel  
ausgegeben. Emittent ist dann die ausländische Finanzgesellschaft.  
Gleichwohl sind die Regeln des schweizerischen Übernahmerechtes an-  
wendbar, da solche Anleihen ein Optionsrecht auf Beteiligungspapiere, die  
an einer schweizerischen Börse kotiert sind, vorsehen und selbst an der  
Schweizer Börse kotiert werden. Damit erfüllen sie die Voraussetzung ei-  
nes Beteiligungspapiers im Sinne des Börsengesetzes<sup>10</sup>.

- (iii) Wie verhält es sich mit Finanzinstrumenten, welche in an einer Schweizer  
Börse kotierte Beteiligungspapiere wandelbar sind, jedoch an einer ausländi-  
schen Börse (z.B. Luxemburg) kotiert sind<sup>11</sup>?

Gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG muss sich das Pflichtangebot auf alle kotier-  
ten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erstrecken. Dabei spielt es  
keine Rolle, ob die Finanzinstrumente an einer ausländischen Börse kotiert  
sind. Vielmehr ist entscheidend, dass diesen Finanzinstrumenten in der  
Regel Aktien aus bedingtem Kapital oder eigene Aktien unterliegen, die ih-  
rerseits an einer schweizerischen Börse kotiert sind. Sodann gelten bei  
diesen "quasi"-ausländischen Instrumenten die gleichen Überlegungen wie  
bei in der Schweiz kotierten Finanzinstrumenten.

#### 4. Art. 39 BEHV-FINMA – Abgeltung des Angebotspreises

Die vorgeschlagenen Art. 39 Abs. 2 und 3 BEHV-EBK stehen der bewährten  
Praxis der Übernahmekommission und der liberalen Wirtschaftsordnung entge-  
gen<sup>12</sup>. Dem Aktionär soll im Falle eines Pflichtangebotes kein grundsätzliches  
Ausstiegsrecht zustehen. Soweit die Mindestpreisbestimmungen sowie die In-  
formationspflichten eingehalten werden, sind der Minderheitsaktionär sowie sei-  
ne wirtschaftlichen Interessen ausreichend geschützt und gegenüber einem Ba-  
rangebot nicht schlechter gestellt. Ein Minderheitsaktionär ist ein mündiger Fi-  
nanzinvestor, der die Risiken des Kapitalmarktes für seine Investitionen abschät-  
zen, aber nach einem Kauf von kotierten Titeln auch tragen und gewisse Pflich-  
ten (z.B. Meldepflichten) erfüllen muss. Ordnungspolitisch wäre eine liberale Re-

<sup>10</sup> Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2001 in Sachen *Sulzer Capital B.V.*, E.1.

<sup>11</sup> vgl. z.B. 0%-Wandelanleihe 2002 - 2007 der *Holcim Capital Corporation Ltd.*, unbedingt und  
unwiderruflich garantiert durch *Holcim Ltd.*, im Betrag von USD 615,865,000, die an der Lu-  
xembourg Stock Exchange kotiert wurde, wobei die Aktien aus dem bedingten Kapital, wel-  
che dieser Wandelanleihe unterliegen, an der SWX Swiss Exchange kotiert und zum Han-  
del an der virt-x zugelassen wurden.

<sup>12</sup> Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, E. 37f.;  
Empfehlung der UEK vom 4. Februar 2002 in Sachen *Netstal-Maschinen AG*, Erw. 3.2;  
Empfehlung der UEK vom 17. September 2002 in Sachen *Schweizerische Lebensversiche-  
rungs- und Rentenanstalt*, Erw. 5.

gelung sodann wünschenswert. Nur mit einer liberalen Ordnung wird der schweizerische Finanzplatz international gestärkt. Im Übrigen soll das Übernahmerecht neutral ausgestaltet sein, also öffentliche Angebote weder fördern noch verhindern.

Deshalb schlagen wir folgenden Wortlaut vor:

*"<sup>2</sup> Erfolgte der das Pflichtangebot auslösende Erwerb von Beteiligungspapieren vollständig oder teilweise gegen Barzahlung, so kann der Angebotspreis trotzdem durch Tausch geleistet werden, ~~sofern den Inhabern von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft alternativ eine Barzahlung angeboten wird.~~"*

Zudem sollte es möglich sein, dass ein Anbieter den Angebotspreis mit Effekten begleicht, die erst auf den Vollzug des Angebotes hin neu ausgegeben und kotiert werden. Andernfalls wären Tauschangebote von Gesellschaften, deren Aktien im Hinblick auf den Vollzug des Angebotes neu geschaffen werden, nicht mehr möglich. Dies trifft vor allem zu bei der Einführung einer Holdingstruktur mittels eines Tauschangebotes<sup>13</sup> und bei Tauschangeboten, bei denen die Zielgesellschaft und der Anbieter in einer neuen Gesellschaft aufgehen<sup>14</sup>. Ebenso verunmöglicht wären Angebote, die einen Baranteil und/oder Effekten in Form von kotierten bzw. handelbaren Obligationen (z.B. Finanzinstrumente, welche Darlehen verkörpern und/oder in Beteiligungsrechte des Anbieters wandelbar sind) oder Fondsanteile vorsehen<sup>15</sup>.

Wir schlagen daher folgenden Wortlaut vor, welcher auch der bisherigen Praxis entspricht:

*"<sup>3</sup> Der Tausch gegen nicht kotierte oder nicht regelmässig gehandelte Effekten ist zulässig, ~~sofern den Inhabern der Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft alternativ eine Barzahlung angeboten wird.~~"*

<sup>13</sup> vgl. z.B. Empfehlungen der UEK vom 15. Januar 2003 in Sachen *Gétaz Romang Holding SA*, vom 17. September 2002 in Sachen *Swiss Life Holding* und vom 26. März 1999 in Sachen *ABB AG*.

<sup>14</sup> vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2008 in Sachen *Hiestand Holding AG*. E. 2.2(4).

<sup>15</sup> vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG*, Erw. 1.1.

## 5. Art.50 BEHV-FINMA – Inkrafttreten

Es fehlt unseres Erachtens eine präzise Übergangsregelung, weshalb wir Folgendes vorschlagen:

*"Diese Verordnung tritt am 1. Januar 2009 in Kraft. Die revidierte Verordnung gilt für alle öffentlichen Kaufangebote sowie Transaktionen in Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten, die nach deren Inkrafttreten veröffentlicht bzw. getätigt werden."*

## B. Revisionsvorschläge zur UEV

### 1. Art. 1 UEV – Zweck

Das Übernahmerecht bezweckt, die Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes sowie die Lauterkeit und Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger sicherzustellen (Art. 1 BEHG, Art. 28 lit. c BEHG, Art. 1 UEV-UEK)<sup>16</sup>. Diese Ziele wurden auch im Zweckartikel des Finanzmarktaufsichtsgesetzes reflektiert (Art. 5 FINMAG). In Einklang mit Art. 1 BEHG und Art. 5 FINMAG ist der Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte auch in Art. 1 UEV explizit zu erwähnen.

Art. 1 UEV sollte demnach wie folgt lauten:

*"Diese Verordnung regelt, wie die Lauterkeit und die Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger und die Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes sichergestellt werden."*

### 2. Art. 2 UEV – Definitionen

Mit der Einführung von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG wird nun im Börsengesetz formell zwischen "Beteiligungspapiere" und "Finanzinstrumente" unterschieden. Es fehlt jedoch nach wie vor eine klare Abgrenzung bzw. Definition der zwei Begriffe und entsprechend konsequente Verwendung im Börsengesetz<sup>17</sup>. Während in Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG zwischen Finanzinstrumenten und Beteiligungspapieren unterschieden wird, umfasst die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere

<sup>16</sup> statt vieler SONJA BLAAS | JÉRÔME BARRAUD, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: SZW 2008 S. 335 – 349, S. 347.

<sup>17</sup> TSCHÄNI | IFFLAND | DIEM, a.a.O., Art. 2 lit. e N 5.

gemäss Art. 33 BEHG auch Wandel- und Optionsrechte, also Finanzinstrumente<sup>18</sup>.

In der Folge wird auch im Revisionsvorschlag die Unterscheidung in der Definition in Art. 2 UEV eingeführt, aber nachfolgend nicht konsequent durchgesetzt (vgl. nachfolgend Kommentare zu Art. 9 und 10 UEV). Gerade in übernahmerechtlichen Belangen wäre sinngemäss der Begriff der Finanzinstrumente unter dem Oberbegriff Beteiligungspapiere zu subsumieren, wie es die Übernahmeverordnung bis anhin in Art. 2 UEV-UEK vorsah. Übernahmerechtlich lässt sich nicht rechtfertigen, dass Finanzinstrumente, welche ein Recht oder eine Pflicht zum Erwerb von Aktien verschaffen, anders zu behandeln sind als Aktien oder gar Partizipations- oder Genussscheine, welche in keinem Fall Stimmrechte (und damit Kontrollmöglichkeiten) verschaffen.

Sodann scheint es vor dem Hintergrund des Entwurfes für ein Bundesgesetz über Bucheffekten, das voraussichtlich Mitte 2009 in Kraft treten wird, sowie des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange (vgl. "Beteiligungsrechte") überholt zu sein, noch von "Papieren" zu besprechen. In Analogie zum Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange scheint der Begriff "Beteiligungsrechte" angemessener zu sein<sup>19</sup>.

Da das BEHG die vorgenannte Terminologie weiterhin verwendet, ist es wohl zu früh – obwohl praxisgerechter –, eine andere Terminologie in der BEHV-FINMA und UEV einzuführen. Es wäre jedoch wünschenswert, wenn im Rahmen einer Revision des BEHG die Terminologie klar definiert und konsistent in der BEHV-FINMA und UEV aufgenommen würde.

### 3. Art. 3 UEV – Verfügungen

#### a) Zu Absatz 1:

Wir schlagen vor, Art. 3 Abs. 1 UEV redaktionell an den Wortlaut von Art. 33a nBEHG anzupassen:

*"Die Kommission für öffentliche Kaufangebote (Übernahmekommission) trifft die zum Vollzug der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote (Angebote) notwendigen Entscheide und überprüft die*

<sup>18</sup> RAMPINI | REITER, a.a.O., Art. 33 N 17.

<sup>19</sup> Alternativ, gemäss Vorschlag TSCHÄNI | IFFLAND | DIEM, wäre der Begriff "Beteiligungswerte" in Betracht zu ziehen, vgl. TSCHÄNI | IFFLAND | DIEM, a.a.O., Art. 2 lit. e N 5.

*Einhaltung der Bestimmungen über ~~öffentliche Kaufangebote~~ (Angebote) im Einzelfall."*

#### **b) Zur Streichung von Absatz 3:**

Im Sinne der Rechtssicherheit und Vertrauensschutz in so komplexen und aufwändigen Verfahren wie öffentliche Angebote sind die allgemeinen verwaltungsrechtlichen Regeln ungenügend. Entsprechend ist angezeigt, die bisherigen Vorgaben mit Bezug auf Widerruf und Änderungen von Empfehlungen (neu Verfügungen) beizubehalten. Damit wäre der Rahmen – auch in einem Anwendungsfall von Art. 64 UEV oder Art. 58 VwVG – sichergestellt, innert welchem eine Verfügung der Übernahmekommission in Wiedererwägung gezogen werden kann. Der Grundsatz von Art. 3 Abs. 3 UEV-UEK ist daher unseres Erachtens auch in Art. 3 UEV aufzunehmen:

*"<sup>3</sup> Eine Wiedererwägung einer Verfügung kann nur erfolgen, wenn der Übernahmekommission neue Tatsachen zur Kenntnis kommen, welche die Situation entscheidend verändern."*

#### **4. Art. 4 UEV – Ausnahmen**

Aufgrund von Art. 4 Abs. 1 UEV kommt der Übernahmekommission ein grundsätzliches Recht zu, Ausnahmen von der Übernahmeverordnungen zu gewähren. Mit der vorgeschlagenen Änderung wird auch klargestellt, dass der Übernahmekommission diese Befugnis auch von Amtes wegen durchsetzen kann. Entsprechend ist es nicht notwendig, bei einzelnen Bestimmungen in der Übernahmeverordnung diese Möglichkeit separat zu adressieren (vgl. auch Art. 7, 9, 13 und 14 UEV). Es wäre der Klarheit der Verordnung und der Rechtssicherheit gedient, wenn Wiederholungen von Art. 4 UEV in einzelnen Bestimmungen vermieden würden.

Mit Bezug auf Art. 4 Abs. 2 UEV gilt dies umso mehr. Im Revisionsvorschlag werden explizit Grundsätze genannt, die allgemein gelten: Diejenigen in Art. 1 UEV gelten für das Übernahmeverfahren im Allgemeinen, und jede Verfügung sowie Bestimmung muss von diesen Grundsätzen geleitet werden. Desgleichen entspricht es dem allgemeinen Rechtsverständnis, dass Rechtsumgehungen nicht geschützt werden können. Ein expliziter Verweis auf die vorgenannten Grundsätze schwächen diese eher, als dass sie sie stützen.

Entsprechend schlagen wir vor, den zweiten Teilsatz von Art. 4 Abs. 2 UEV zu streichen:

*"<sup>2</sup> Für Käufe eigener Beteiligungspapiere kann die Übernahmekommission die Gesellschaft von der Beachtung einzelner Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote befreien, ~~sofern Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind und über dies keine Hinweise auf eine Umgehung des Börsengesetzes oder anderer Gesetzesbestimmungen vorliegen.~~"*

## 5. Art. 5 UEV – Grundsatz und Inhalt

Es entspricht dem allgemeinen Rechtsverständnis in der Schweiz, dass Aktionäre als mündige Investoren behandelt werden – es gilt das Prinzip der Privatautonomie und Eigenverantwortlichkeit des Aktionärs<sup>20</sup>. Wer Aktien einer börsenkotierten Gesellschaft erwirbt, geht damit gewisse Risiken und auch Verpflichtungen ein, deren sich jeder Investor vorab bewusst sein muss. Entsprechend besteht kein Bedarf eines besonderen Schutzes oder Erziehung eines Investors. Gleich wie es jedem Investor bewusst sein muss, dass z.B. bei Erwerb von Beteiligungen Meldepflichten bestehen, kann man auch davon ausgehen, dass er sich über Rechte im Rahmen eines Übernahmeverfahrens ebenso im Klaren ist.

Mit der Einräumung der Parteistellung von Minderheitsaktionären (Art. 33b Abs. 3 nBEHG) und dem Einspracheverfahren nach Art. 64 UEV ist Minderheitsaktionären die Möglichkeit eingeräumt worden, am Übernahmeverfahren als Partei teilzunehmen und individuelle Interessen geltend zu machen. Es obliegt jedoch am Minderheitsaktionär, diese Interessen geltend zu machen, ohne dass er im Einzelfall explizit darauf aufmerksam gemacht wird<sup>21</sup>. Wie jüngere Beispiele in der Vergangenheit gezeigt haben, ist es nicht nötig, Aktionäre auf ihr allfälliges Recht auf Intervention nach Art. 54 UEV-UEK aufmerksam zu machen, und das Recht auf Parteistellung wurde sogar geltend gemacht, bevor dieses überhaupt in Gesetz und Verordnung vorgesehen war<sup>22</sup>.

Der neu vorgeschlagene Art. 5 Abs. 2 lit. g UEV ist daher ersatzlos zu streichen.

<sup>20</sup> PETER V. KUNZ, *Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht*, Bern 2001, § 6 N 5 ff.; MIRJAM EGGEN, *Auslegung und Lückenfüllung im Recht der öffentlichen Übernahmen*, in: *GesKR 4* | 2007, S. 402.

<sup>21</sup> vgl. KUNZ, a.a.O. § 6 N 8.

<sup>22</sup> BGE 133 II 81; Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*; Empfehlung III der UEK vom 6. Oktober 2007 in Sachen *Unilabs S.A.*, lit. I sowie E. 5.

## 6. Art. 6 – Veröffentlichung

Bis anhin wurden Angebotsdokumente nach Vollzug eines Angebots auf der Website der UEK aufgeschaltet. Neu ist vorgesehen, dass die Voranmeldung sowie der Angebotsprospekt unmittelbar im Zeitpunkt der Veröffentlichung durch den Anbieter auch auf der Website der UEK aufgeschaltet werden. Die sofortige Aufschaltung ist zu begrüßen, da die Angebotsempfänger unmittelbar und einfach Zugang zu den Angebotsdokumenten via Internet erhalten.

Allerdings ist bei der Implementierung zu beachten, dass die meisten Angebote aus mannigfaltigen Gründen (z.B. wegen Rechtsproblemen, die sich aus grenzüberschreitenden Angeboten ergeben) Kaufrestriktionen (*Selling Restrictions*) vorsehen<sup>23</sup>. Solche *Selling Restrictions* werden jedoch von gewissen Jurisdiktionen (insb. USA) nur dann anerkannt, wenn die Angebotsdokumente in der Tat den entsprechenden Personen nicht einfach zugänglich gemacht werden können. Entsprechend wäre für diese Fälle auch auf der UEK Website ein Filter einzubauen, damit die *Selling Restrictions* tatsächlich eingehalten werden können.

## 7. Art. 7 UEV – Wirkungen

### a) Art. 7 Abs. 1 UEV (Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK)

Aufgrund des Lauterkeitsgebots ergibt sich, dass die Konditionen eines öffentlichen Angebotes grundsätzlich denjenigen der Voranmeldung entsprechen müssen. Gleichwohl muss es dem Anbieter in einem engen Rahmen oder in Ausnahmefällen erlaubt sein, die in der Voranmeldung aufgeführten Konditionen im öffentlichen Angebot zu präzisieren oder anzupassen. Analog gilt, dass Konditionen in der Voranmeldung, die von der Übernahmekommission für unzulässig erklärt werden, in angepasster oder neuer Form im Angebot aufgenommen werden können, "wenn die korrigierte Fassung den Gründen, aus welchen die Bedingung nicht zugelassen wurde, Rechnung trägt"<sup>24</sup>.

Da die Übernahmekommission im Rahmen von Art. 4 Abs. 1 UEV-UEK generell Ausnahmen von den Bestimmungen der Übernahmeverordnung gewähren kann, ist eine Wiederholung dieser Möglichkeit in einzelnen Bestimmungen nicht notwendig und führt insbesondere in Art. 7 Abs. 1 UEV eher zu Verwirrung als zur Klärung. Darüber hinaus scheint Art. 7 Abs. 1 Satz 1 UEV sprachlich nicht kor-

<sup>23</sup> vgl. Empfehlung I der UEK vom 20. April 2007 in Sachen *Converium Holding AG - Karenzfristverlängerung*, E. 1.2; Empfehlung II der UEK vom 7. Mai 2007 in Sachen *Converium Holding AG - Karenzfristverlängerung II*, E. 3.

<sup>24</sup> Empfehlung III der UEK vom 2. Jul 2003 in Sachen *InCentive AG*, E. 4.3.3.

rekt: Das Angebot, nicht aber der Angebotsprospekt, kann den Konditionen der Voranmeldung entsprechen. Deshalb schlagen wir folgenden Wortlaut vor:

*"<sup>1</sup> Der Anbieter muss innerhalb von sechs Wochen nach der Publikation der Voranmeldung ein Angebot veröffentlichen, das grundsätzlich den Konditionen der Voranmeldung entspricht."*

Sollte dennoch ein Bedürfnis bestehen, die Ausnahmen näher zu umschreiben, schlagen wir folgende Variante vor:

*"<sup>1</sup> Der Anbieter muss innerhalb von sechs Wochen nach der Voranmeldung einen Prospekt bezüglich des Angebotes ~~es~~ prospekt veröffentlichen, das ~~der~~ grundsätzlich den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Die Übernahmekommission kann Ausnahmen von dieser Regelung gewähren ~~diese Frist verlängern~~, namentlich wenn ~~der Anbieter eine Bewilligung einer Behörde~~ dies durch überwiegende Interessen gerechtfertigt ist (Art. 4), insbesondere die Verlängerung der Frist von sechs Wochen, namentlich wenn der Anbieter eine Bewilligung einer Behörde, namentlich insbesondere einer Wettbewerbsbehörde, einholen muss."*

Dadurch wird insbesondere auch Rechnung getragen, dass die im Revisionsentwurf vorgeschlagene Änderung in Art. 7 Abs. 1 UEV Ausnahmen ausschliesslich mit Bezug auf Fristverlängerungen erlaubt. Somit wären die Möglichkeiten einer Ausnahme wesentlich enger gefasst, als unter Art. 4 Abs. 1 UEV vorgesehen. In Ausnahmefällen könnte es durchaus Rechtfertigungsgründe für die Bewilligung einer Konditionsänderung geben.

**b) Art. 7 Abs. 2 UEV (Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK)**

Gemäss dem Revisionsvorschlag soll es inskünftig nicht mehr möglich sein, ein vorangemeldetes Angebot anzupassen; die Änderungen sollen sich nur zugunsten des Angebotsempfängers auswirken, d.h. eine Erhöhung des Angebotspreises oder den Verzicht von Bedingungen beinhalten, wobei nach Art. 13 UEV die Aufnahme von Bedingungen generell (auch für freiwillige Angebote) erschwert werden soll (vgl. hiernach Ziff. II.B.11). Der Anbieter soll somit nicht mehr die Möglichkeit haben, ein mögliches Informationsdefizit oder negative Entwicklungen der Zielgesellschaft zwischen Voranmeldung und Unterbreitung des Angebotes zu überbrücken und das Angebot entsprechend anzupassen.



Bereits unter der alten Regelung wurden die Voraussetzungen einer Anpassung so restriktiv gehandhabt, dass sie in der Praxis kaum zur Anwendung kamen<sup>25</sup>. Es ist fraglich, ob eine solche restriktive Handhabung oder gar die gänzliche Abschaffung der Möglichkeit einer Anpassung tatsächlich den Interessen der Minderheitsaktionäre dient. Aus unserer Erfahrung trifft das Gegenteil zu. Wenn der Anbieter mit unbekanntem Risiken zu rechnen hat, wird er die Risikoallokation über den (niedrigeren) Angebotspreis vornehmen. Zudem wird er unbekanntem Risiken einen höheren negativen Wert beimessen als Risiken, die der Anbieter in Kenntnis der Sachlage selbst beurteilen kann. Somit wird der Anbieter der geplanten Einschränkung mittels eines Risikoabschlags Rechnung tragen, was sich letztlich zu Lasten der Aktionäre auswirkt.

Bereits in der vergangenen Praxis war die Möglichkeit der Änderungen von Angeboten zwischen Voranmeldung und Veröffentlichung des Angebotsprospekts zu restriktiv gehandhabt, was einem funktionierendem Übernahmemarkt und – wie oben ausgeführt – letztlich auch den Angebotsempfängern nicht dienlich ist. Der nachfolgende Wortlaut würde dem Anbieter mehr, jedoch nicht unbeschränkt, Flexibilität einräumen:

*"<sup>2</sup> Im Angebotsprospekt dürfen Änderungen im Vergleich zur Voranmeldung grundsätzlich nur vorgenommen werden, wenn sich diese gesamthaft gesehen zugunsten der Empfänger auswirken (z.B. Erhöhung Angebotspreis, Streichung von Bedingungen). Der Anbieter kann Änderungen zuungunsten des Empfängers vornehmen, sofern solche in der Voranmeldung ausdrücklich vorbehalten wurden und sich die Änderungen auf sachliche und nachvollziehbare Kriterien stützen."*

## 8. Art. 8 UEV – Massgeblicher Zeitpunkt

Im Kommentar zu Art. 8 UEV wird (wohl mit Bezug auf die Beispiele Forbo und Serono<sup>26</sup>) darauf verwiesen, dass eine Pressemitteilung unter Umständen als Voranmeldung qualifiziert werden könnte. Es wäre wünschenswert gewesen, die Kriterien und Folgen wären konkreter definiert worden und hätten eine gesetzliche Basis in der Verordnung gefunden. Damit ein Anbieter (oder potentieller Anbieter) Rechtssicherheit im Rahmen der Vorbereitung eines Angebotes und Ausgestaltung von Pressemitteilungen auf Grund von Ad-hoc Publizitätsvorschriften genießt, müsste er jede Pressemitteilung vorab der Übernahmekommission zur Vorprüfung unterbreiten. Andernfalls könnten unerwünschte Folgen eintreten,

<sup>25</sup> FLAVIO ROMERIO, Öffentliche Übernahmeangebote aus der Sicht des Rechtsberaters, in: Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 33.

<sup>26</sup> Empfehlung der UEK vom 18. März 2005 in Sachen *Forbo Holding AG*, E. 2.4; Empfehlung vom 8. Januar 2007 in Sachen *Serono S.A.*, E. 1.2.

denen ein Anbieter unter Umständen gar nicht nachkommen kann oder will – zu denken wären zum Beispiel an die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes<sup>27</sup> oder eine unbeabsichtigte Verletzung der *Best Price Rule* (wobei die Finanzierung der Zusatzkosten der Verletzung unter Umständen nicht ausreichend gesichert ist).

In Anbetracht der weitreichenden Folgen wäre somit eine klare Regelung vonnöten. So wäre in Betracht zu ziehen, dass die Übernahmekommission einen potentiellen Anbieter zur Präzisierung der Aussagen oder klaren Stellungnahme auffordert<sup>28</sup> oder analog dem englischen *City Code on Takeovers and Mergers* eine Karenzfrist eingeführt wird<sup>29</sup>. Wir würden daher anregen, eine klare Regelung in der UEV aufzunehmen und Art. 8 UEV wie folgt zu ergänzen:

*"<sup>3</sup> Wird ein Angebot unter Angabe der Elemente in Art. 5 Abs. 2 UEV vorangekündigt, jedoch nicht gemäss Art. 5 ff. UEV formell vorangemeldet, setzt die Übernahmekommission dem potentiellen Anbieter eine Frist an, innert welcher dieser entweder eine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 ff. UEV veröffentlicht oder seine Absichten bezüglich eines öffentlichen Angebotes präzisiert."*

## 9. Art. 9 UEV – Gleichbehandlungsgrundsatz

Soweit der Begriff "*Beteiligungspapiere*" Finanzinstrumente nicht mitumfasst, führt der Revisionsvorschlag dazu, dass sich die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes nicht auf kotierte Optionen erstreckt. Dies ist unseres Erachtens nicht sachgerecht, da Optionsinhaber oder Inhaber von Wandelanleihen durchaus eine Ausstiegsmöglichkeit haben sollten (vgl. Gleichbehandlung der Anleger gemäss Art. 1 BEHG), andernfalls sie bei Ausübung der Option oder Wandelanleihe als Mikroaktionäre dastehen würden oder erst in einem späteren Zeitpunkt mittels Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG vom Angebot profitieren könnten (vgl. dazu ausführlich vorne Ziff. II.A.3).

Für den Anbieter würden zwar die Übernahmekosten aus einer kurzfristigen Perspektive verteuert, wenn er das Angebot auf Optionen ausdehnen muss. Mittelfristig wird jedoch jeder Anbieter eine Ablösung von Optionen und Wandelanleihen suchen, und in aller Regel spätestens bei einem Kraftloserklärungsverfahren nach Art. 33 BEHG diese für kraftlos erklären lassen.

<sup>27</sup> FRANK GERHARD, Das virtuelle Übernahmeangebot, in: GesKR, 2-3|2006, S. 222.

<sup>28</sup> Ebenda; Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 in Sachen *Intersport PSC Holding AG*, E. 2.

<sup>29</sup> GERHARD, a.a.O., S. 222.

Entsprechend schlagen wir folgende Ergänzungen vor:

<sup>2</sup> *Das Angebot muss sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren sowie auf kotierte Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet und die eine Realerfüllung vorsehen, der Zielgesellschaft erstrecken. Erstreckt sich das Angebot zudem auf nicht kotierte Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und/oder auf Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet und die eine Realerfüllung vorsehen, so ist der Gleichbehandlungsgrundsatz auch auf diese anzuwenden."*

#### 10. Art. 10 UEV – Best Price Rule

Falls der Begriff "*Beteiligungspapiere*" entgegen unserem Vorschlag Finanzinstrumente nicht erfasst, ist Art. 10 Abs. 6 UEV wie folgt zu ergänzen, da die *Best Price Rule* zwangsläufig auch für Finanzinstrumente gelten muss:

<sup>6</sup> *Erwirbt der Anbieter nach Veröffentlichung des Angebotes und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere oder Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet, der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis, muss er diesen Preis allen Empfängern des Angebotes anbieten (Best Price Rule)."*

#### 11. Art. 13 UEV – Bedingungen

##### a) Grundsätzliches

Das Prinzip, dass ein Pflichtangebot nur aus wichtigen Gründen an Bedingungen geknüpft werden kann, ist in Art. 32 Abs. 2 BEHV-EBK (neu Art. 32 Abs. 1 BEHV-FINMA) festgehalten. Daraus ergibt sich, dass ein angebotspflichtiger Anbieter in jedem Fall einen wichtigen Grund geltend machen muss, wenn er das Pflichtangebot an Bedingungen knüpfen möchte. Diese Lösung entspricht dem Grundgedanken von Art. 32 Abs. 1 BEHG, wonach die Aktionäre ein unbedingtes Andienungsrecht haben sollen, wenn jemand bei Überschreiten der jeweils massgeblichen Schwelle angebotspflichtig wird. Eine Wiederholung in der UEV ist unnötig, wenn nicht sogar irreführend, da als Kriterium "*überwiegendes Interesse*" – für Pflichtangebote als auch für freiwillige Angebote – eingeführt wird. Für Pflichtangebote würde Art. 32 Abs. 1 BEHV-FINMA zudem *lex superior*

darstellen, und es wäre somit allein auf die Bestimmung in der BEHV-FINMA abzustellen<sup>30</sup>.

Für freiwillige Angebote kann aber die Hürde nicht erst bei überwiegendem Interesse des Anbieters angesetzt werden. Dieses Abweichen von der Vertragsfreiheit lässt sich auch nicht mit den Grundprinzipien des Übernahmerechts rechtfertigen. Im Gegenteil, diese Lösung führt zu Rechtsunsicherheiten und Verzögerungen, die einem raschen und effizienten Übernahmeprozess abträglich sind. Eine Einschränkung von Bedingungen für freiwillige Angebote würde die Unterbreitung von freiwilligen Angeboten sowie die Vertragsfreiheit übermässig behindern.

Die Einholung der Zustimmung der Übernahmekommission ist aber auf jeden Fall sowohl für Pflichtangebote als auch für freiwillige Angebote überflüssig. In einer Übernahmesituation muss häufig eine Voranmeldung innert kürzester Zeit erstellt und publiziert werden. Soweit möglich wird das Sekretariat der Übernahmekommission bereits unter aktuellem Recht vorab konsultiert. Wenn sich zudem nach Publikation der Voranmeldung eine Bedingung als nicht zulässig erweist, stellt dies die Übernahmekommission in der Verfügung fest und die Bedingung muss nachträglich gestrichen oder angepasst werden<sup>31</sup>. Aufgrund des Kommentars zum Revisionsvorschlag ist davon auszugehen, dass die bisherige Praxis beibehalten wird. Der Klarheit halber schlagen wir daher vor, Abs. 1 ersatzlos zu streichen.

Sollte an Art. 13 Abs. 1 UEV festgehalten werden, würden wir anregen, eine differenzierte Regelung für Pflichtangebote und für freiwillige Angebote aufzunehmen.

#### **b) Art. 13 Abs. 5 UEV**

Sollte Art. 13 Abs. 5 UEV gemäss Revisionsvorschlag eingeführt werden, schlagen wir vor dem Hintergrund von Art. 4 UEV folgende Änderung vor:

*<sup>35</sup> Die Feststellung der Erfüllung der Bedingung oder der Verzicht auf dieselbe kann mit Zustimmung der Übernahmekommission ~~und bei Nachweis eines überwiegenden Interesses~~ bis zum Vollzug des Angebotes aufgeschoben werden."*

<sup>30</sup> THOMAS REUTTER, Das bedingte Übernahmeangebot, Zürich 2002, S. 212.

<sup>31</sup> z.B. Empfehlung I der UEK vom 15. Juli 2005 in Sachen *Saia-Burgess Electronics Holding AG*; TSCHÄNI|IFFLAND|DIEM, a.a.O., Art. 28 N 40; Reutter, a.a.O., S. 231.

## 12. Art. 14 – Dauer des Angebots

### a) Art. 14 Abs. 1 und 2 UEV: Karenzfrist

Aufgrund der Parteistellung gewisser Minderheitsaktionäre soll inskünftig der Verzicht auf eine Karenzfrist nicht mehr möglich sein. Als Konsequenz könnte ein Minderheitsaktionär den Beginn der Angebotsfrist verhindern und durch den Instanzenzug geradezu blockieren – ein willkommenes Mittel für Hedge Funds, Übernahmeangebote zu torpedieren, um ein für den Hedge Fund möglichst günstiges Ergebnis zu erlangen. Dies steht im krassen Widerspruch zu den Interessen des Anbieters und auch der Zielgesellschaft, ein Angebot rasch und effizient durchzuführen<sup>32</sup>.

Die Regelung öffentlicher Kaufangebote wurde vom Gesetzgeber ganz bewusst neutral ausgestaltet und darauf ausgerichtet, Übernahmen weder zu fördern, noch sie zu verhindern oder zu erschweren. Insbesondere wollte der Gesetzgeber Übernahmen auch gegen den Willen der Zielgesellschaft ermöglichen - und erst recht gegen den Willen ihrer Minderheitsaktionäre<sup>33</sup>.

Die Interessen der Minderheitsaktionäre werden im Verfahren vor der Übernahmekommission in erster Linie von dieser selbst wahrgenommen<sup>34</sup>. Hauptaufgabe der Übernahmekommission ist die Überwachung der Einhaltung der börsengesetzlichen Vorschriften (inkl. der Vorschriften zum Schutze der Minderheitsaktionäre). Der Gesetzgeber wollte ursprünglich ein kontradiktorisches Verfahren vermeiden, da ansonsten einzelne aktiv werdende Aktionäre die Durchführung eines raschen Verfahrens verhindern könnten<sup>35</sup>.

Den Minderheitsaktionären wird mit Einführung der FINMA Parteistellung eingeräumt. Da diese nicht in jedem Fall vorab vernommen werden können, steht den Minderheitsaktionären nach Erlass einer Verfügung die Möglichkeit der Einsprache offen (Art. 64 UEV). Es besteht jedoch kein besonderes Interesse der Minderheitsaktionäre, dass während der Dauer eines Einspracheverfahrens die Angebotsfrist nicht zu laufen beginnt. Wie die EBK festgestellt hat, ist der Angebotsempfänger ausreichend durch das Rücktrittsrecht nach Art. 6 UEV-UEK (neu

<sup>32</sup> BOTSCHAFT FINMAG, S. 2904, Art. 28 Bst. g BEHG.

<sup>33</sup> Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, Bern 1991, Ziff. 351, S. 66; BGE 133 II 81, 89.

<sup>34</sup> vgl. auch MATTI LÄSER | HANS CASPAR VON DER CRONE, Stellung des Aktionärs im Übernahmeverfahren vor der Übernahmekommission und der Bankenkommission, in: SZW 2008, S. 356 – 365, S. 358.

<sup>35</sup> HANS CASPAR VON DER CRONE, Angebotspflicht, in: SZW Sondernummer 1997, S. 44 – 61, S. 45; vgl. WEY|HUBER, a.a.O., S. 8 Ziff. 5 *in fine*.

Art. 16 UEV) geschützt<sup>36</sup>. Im Falle eines Einspracheverfahrens wäre die Angebotsfrist (falls notwendig) evtl. zu verlängern, der Beginn aber nicht von vornherein hinauszuschieben.

Da die Übernahmekommission im Übrigen im Rahmen ihrer Verfügungsbefugnis in jedem Fall die Karenzfrist verlängern oder verkürzen kann, schlagen wir im Sinne der Rechtssicherheit vor, dass Art. 14 Abs. 1 UEV weiterhin eine eindeutige Dauer der Karenzfrist von 10 Börsentagen vorsieht. Die Möglichkeit der Verlängerung und Verkürzung würde wohl nur dazu führen, dass Anbieter, Zielgesellschaft oder Minderheitsaktionäre vorbeugend Gesuche um Verlängerung oder Verkürzung unterbreiten. Damit würde die bisherige klare Regelung beibehalten, d.h. entweder die Karenzfrist fällt gänzlich weg oder sie dauert 10 Börsentage. In Ausnahmefällen kann die Übernahmekommission im Rahmen von Art. 4 UEV die Karenzfrist verkürzen oder verlängern.

Daher schlagen wir folgenden Wortlaut vor, der weitgehend der ursprünglichen Regelung entspricht:

<sup>1</sup> *Das Angebot kann in der Regel erst nach Ablauf einer Karenzfrist von zehn Börsentagen ab Veröffentlichung des Angebotsprospekts angenommen werden.*

<sup>2</sup> *~~Diese Karenzfrist dauert in der Regel zehn Börsentage ab Veröffentlichung des Angebotsprospekts und kann von der Übernahmekommission verlängert oder verkürzt werden.~~ Legt ein Anbieter ein Angebot vor seiner Veröffentlichung samt dem Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft der Übernahmekommission zur Prüfung vor, so befreit die Übernahmekommission den Anbieter grundsätzlich von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist.*

#### **b) Art. 14 Abs. 4 UEV**

Wie im Kommentar zu Art. 4 Abs. 1 UEV vermerkt, kann die Übernahmekommission bereits gestützt auf Art. 4 UEV Einfluss auf den Zeitplan eines Angebotes nehmen. Entsprechend ist eine Präzisierung diesbezüglich nicht notwendig:

<sup>4</sup> *Das Angebot darf höchstens während 40 Börsentagen offen bleiben. Eine kürzere Angebotsfrist darf auf 40 Börsentage verlängert werden, wenn der Anbieter sich dies im Angebot vorbehalten hat. Eine Verlängerung über 40 Börsentage hinaus bedarf der Zustimmung der Übernah-*

<sup>36</sup> Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, E. 48.

mekommission. ~~Die Übernahmekommission kann den Zeitplan eines Angebotes anpassen, wenn dies durch überwiegende Interessen gerechtfertigt ist."~~

**c) Art. 14 Abs. 5 UEV**

Mit Bezug auf Art. 14 Abs. 5 UEV schlagen wir der Klarheit halber folgende redaktionelle Anpassung vor:

*"<sup>5</sup>Kommt das Angebot zustande, so muss der Anbieter während zehn Börsentagen nach der Veröffentlichung des definitiven ~~E~~Zwischenergebnisses ein Recht zur nachträglichen Annahme des Angebotes einräumen (Nachfrist). Dies gilt auch bei einem unbedingten Angebot."*

**d) Art. 14 Abs. 6 UEV**

Da eine Fristverlängerung auf jeden Fall der Zustimmung durch die Übernahmekommission bedarf, ist die im Revisionsvorschlag neu vorgesehene Beschränkung von 4 Monaten für den Vollzug eines Angebots nicht nachvollziehbar. Insbesondere wenn Bedingungen behördliche Zustimmungen vorsehen (namentlich wettbewerbsbehördliche Zustimmungen) ist es durchaus möglich, dass ein entsprechendes Verfahren länger als vier Monate dauert. Es sollte daher möglich sein, mit Zustimmung der Übernahmekommission den Vollzug auch nach Ablauf von vier Monaten nach Ablauf der Nachfrist durchzuführen. Wir schlagen daher folgende Änderung vor:

*"<sup>6</sup>In der Regel muss das Angebot spätestens am zehnten Börsentage nach Ende der Nachfrist vollzogen sein. Bleibt das Angebot an Bedingungen geknüpft (Art. 13 Abs. 5), kann der Vollzug mit der vorgängigen Zustimmung der Übernahmekommission ~~höchstens vier Monate~~ aufgeschoben werden. Der Zeitpunkt der Abwicklung des Angebotes ist im Angebotsprospekt anzugeben."*

**13. Art. 16 – Rücktrittsfrist bei untersagtem Angebot**

Art. 26 BEHG regelt das Rücktrittsrecht für "ein untersagtes Angebot", wobei die Bedeutung des Begriffs "Untersagung" im Falle eines Angebotes unklar ist. Der Begriff impliziert ein Angebot, welches während laufender Angebotsfrist von der Übernahmekommission unterbunden wird. Art. 16 UEV (identisch zu Art. 6 UEV-UEK) umfasst jedoch auch bereits vollzogene Angebote. Da eine Untersagung wohl in jedem Fall nur bei einem Verstoss gegen die übernahmerechtlichen Be-

stimmungen erfolgen wird<sup>37</sup> und die Übernahmekommission in aller Regel ein Angebot wohl kaum untersagen, sondern den Anbieter zur Anpassung des Angebots verpflichten wird, wäre unseres Erachtens eine entsprechende Präzisierung von Art. 16 UEV einzuführen. In Analogie zur *Best Price Rule*, welche das Übernahmerecht bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist andauern lässt, schlagen wir des Weiteren vor, die Frist von einem Jahr auf sechs Monate zu kürzen:

**"Art. 16 Rücktrittsfrist bei ~~untersagtem~~ rechtswidrigem Angebot**

*Wird ein Angebot für rechtswidrig erklärt und/oder untersagt, so kann jeder Empfänger des Angebotes innerhalb von sechs Monaten ~~eines Jahres~~, nachdem der Entscheid rechtskräftig wurde, schriftlich vom Vertrag zurücktreten oder einen bereits vollzogenen Verkauf rückgängig machen."*

#### 14. Art. 17 UEV – Grundsätze

Die Möglichkeit der Befreiung von der Karenzfrist sollte aus Gründen eines raschen und effizienten Verfahrens weiterhin zur Verfügung stehen (vgl. dazu ausführlich in Ziff. II.B.12.a)). Entsprechend sollte Art. 17 Abs. 3 UEV-UEK auch in Art. 17 UEV Eingang finden.

#### 15. Art. 18 UEV – Veröffentlichung des Angebotes

Anders als Kotierungsprospekte sind Angebotsprospekte vollständig in den Printmedien zu veröffentlichen. Diese Form der Veröffentlichung ist nicht nur ineffizient und mit unnötigen Kosten verbunden, sondern auch nicht sachgerecht. Inskünftig soll sogar nicht einmal mehr die Publikation einer Zusammenfassung des Angebotsprospekts möglich sein, was unseres Erachtens nicht gerechtfertigt ist.

Grundsätzlich ist nicht davon auszugehen, dass ein Angebotsempfänger vom Angebot via Printmedien Kenntnis erhält. Einmal setzen sich Aktionariate von schweizerischen Publikumsgesellschaften regelmässig hauptsächlich aus ausländischen Investoren zusammen, die keinen Zugang zu schweizerischen Zeitungen haben. Ausserdem werden Angebotsprospekte erfahrungsgemäss nur von Spezialisten gelesen (z.B. Analysten, Investmentbanker, Wirtschaftsprüfer, Anwälte, etc.), nicht jedoch vom breiten Publikum. Ein Angebotsempfänger wird in erster Linie durch seine Depotbank auf ein Angebot aufmerksam gemacht

<sup>37</sup> vgl. Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, E. 48. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 in Sachen *Intersport PSC Holding AG*.



oder über Printmedien, welche Meldungen der elektronischen Medien von angekündigten Angeboten aufnehmen und selbst veröffentlichen. Vor diesen Tatsachen darf der Verordnungsgeber nicht die Augen verschliessen.

Deshalb wäre eine Lösung - wie im Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange vorgesehen - zu begrüssen: Entsprechend dem Kotierungsinserat sollen in den Zeitungen nur die wesentlichen Elemente (analog der Voranmeldung) veröffentlicht werden, damit Angebotsempfänger in einem kurzen, übersichtlichen und benutzerfreundlichen Inserat Kenntnis von den wesentlichen Konditionen und Eckdaten des Angebotes nehmen können. Im Angebotsinserat wäre ein Hinweis aufzunehmen, wo der vollständige Angebotsprospekt elektronisch oder in gedruckter Form kostenlos bezogen werden kann. Der Inhalt des Angebotsinsertes könnte somit analog Art. 48 KR ausgestaltet werden; zusätzlich wäre der Zeitplan sowie u.U. der Hinweis auf den Prüfstellenbericht und den Verwaltungsratsbericht aufzunehmen. Der übernahmerechtliche Grundsatz der Transparenz wäre dadurch nicht beeinträchtigt, ist doch auch das Kotierungsrecht diesem Grundsatz verpflichtet (vgl. Art. 1 KR und Art. 1 BEHG). Der Angebotsempfänger könnte effizient Kenntnis vom Angebot erlangen und bei weitergehendem Interesse sehr einfach und kostenlos Zugang zum vollständigen Angebotsprospekt erhalten, wo er sich ein ausführlicheres Bild machen kann.

Der entsprechende Verordnungstext könnte sich somit wie folgt gestalten:

<sup>1</sup> *Der Angebotsprospekt sowie allfällige Ergänzungen müssen landesweite Verbreitung finden:*

*a. indem sie in zwei oder mehreren Zeitungen auf deutsch und französisch veröffentlicht werden; oder*

*b. indem sie kostenlos bezogen werden können. In diesem Fall muss in einem Angebotsinserat, welches in zwei oder mehreren Zeitungen auf deutsch und französisch veröffentlicht wird, auf diese Form der Veröffentlichung hingewiesen werden.*

<sup>2</sup> *Das Angebotsinserat hat die Angaben nach Art. 5 zu enthalten sowie ein Hinweis, wo der Angebotsprospekt sowie allfällige Ergänzungen erhältlich sind.*

<sup>23</sup> ~~Sie~~ *Der Angebotsprospekt sowie allfällige Ergänzungen* müssen zudem der Übernahmekommission sowie den Informationsdienstleistern zugestellt werden. Die Übernahmekommission schaltet diese auf ihrer Website auf.

Mit Bezug auf die Aufschaltung des Angebotsprospektes auf der Website der Übernahmekommission verweisen wir wiederum aufgrund anwendbarer *Selling Restrictions* auf die Notwendigkeit der Verwendung eines Filters (vgl. vorstehend Ziff. II.B.6).

Sofern der vorstehende Vorschlag betr. Publikation eines Angebotsinserats keinen Eingang in die UEV finden würde, wäre zumindest die Möglichkeit der Publikation einer Zusammenfassung des Angebotsprospektes beizubehalten. Bei Tauschangeboten dient der Angebotsprospekt in der Regel auch als Emissionsprospekt, wobei in den Zeitungen nur der Mindestinhalt publiziert wird, und in gedruckter Fassung die zusätzlichen Elemente eines Emissionsprospekts (vgl. z.B. Art. 652a OR) aufgenommen werden. Die Möglichkeit der Publikation einer Zusammenfassung ist somit für den Fall eines Tauschangebots unabdingbar. Ähnliche Überlegungen gelten für Angebote, welche mangels expliziten *Selling Restrictions* ausländische übernahmerechtliche Vorschriften zu beachten haben (vgl. z.B. Angebote an amerikanische Aktionäre). Die entsprechenden Angebotsprospekte können ohne weiteres über hundert Seiten umfassen (vgl. z.B. der Angebotsprospekt vom 25. April 2003 der Smith & Nephew plc betr. Centrepulse).

#### **16. Art. 19 UEV – Angaben über den Anbieter**

Art. 19 Abs. 1 lit. g ist unseres Erachtens wie folgt zu präzisieren:

*"g. die Zahl der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und die sich darauf beziehenden Finanzinstrumente, die der Anbieter in den zwölf Monaten vor dem Angebot gekauft und verkauft hat, unter Angabe des höchsten Preises der Käufe und Verkäufe;"*

#### **17. Art. 20 UEV – Angaben über die Finanzierung des Angebots**

Inskünftig sollen detaillierte Angaben zur Finanzierung eines Angebots im Angebotsprospekt aufgenommen werden. Diese neue Anforderung lehnen wir aus verschiedenen Gründen ab. Erstens wird eine klare und flexible Vorschrift geändert, die sich in der Praxis bewährt hat. Der Ordnungsgeber sollte sich vor Überregulierungen im Übernahmerecht hüten. Eine liberale Ordnung ist vorzuziehen. Sodann sind diese präzisen Angaben nicht notwendig, damit der Angebotsempfänger seine Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen kann (vgl. Art. 17 Abs. 1 UEV). Letzten Endes ist ein Anbieter vertraglich verpflichtet, den Angebotspreis zu bezahlen. Die Angebotsempfänger haben einen klagbaren

Erfüllungsanspruch. Eine Bestätigung über die Verfügbarkeit der Mittel reicht somit aus.

Darüber hinaus bleibt aufgrund des Revisionsvorschlags unklar, welche Angaben genau publiziert werden sollten. Der Kommentar weist auf Kreditlinien, Höhe, Bankenkonsortien und Laufzeiten hin. Der vorgeschlagene Detaillierungsgrad geht somit zu weit und dürfte in der Praxis wenig praktikabel sein. Bevor ein Anbieter ein Angebot unterbreitet, hat er in der Regel eine allfällige Fremdfinanzierung in sehr kurzer Zeit sicherzustellen. Häufig stützt sich eine Fremdfinanzierung vorerst auf ein *Term Sheet* oder *Comfort Letter*, ohne dass alle diese Details festgelegt werden; erst vor Vollzug des Angebotes werden dann komplexe Vertragswerke mit allen Konditionen abgeschlossen. Und schliesslich könnten die detaillierten Angaben über die Finanzierung dazu führen, dass Marktteilnehmer (z.B. Hedge Funds) solche Informationen zu Spekulationszwecken missbrauchen, indem sie Aktien oder Anleihen des Anbieters oder der Zielgesellschaft kaufen oder *short* verkaufen.

Wesentlich für den Angebotsempfänger ist letztlich nur, dass die Finanzierung am Tag des Vollzugs eines Angebots gesichert ist. Diese Sicherheit erhält der Angebotsempfänger durch die Bestätigung der Prüfstelle. Entsprechend schlagen wir folgenden Wortlaut vor, welcher der bisherigen Praxis der UEK entspricht:

<sup>1</sup> *Der Angebotsprospekt enthält **präzise** Angaben über die Finanzierung unter Angabe des Verhältnisses zwischen verschiedenen Finanzierungsarten sowie die Bestätigung der Prüfstelle, dass die Mittel zur Finanzierung verfügbar sind."*

## 18. Art. 24 UEV – Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten

Gemäss Art. 24 Abs. 5 UEV soll der Anbieter eine *pro forma* Rechnung veröffentlichen, die die post-transaktionelle Situation darstellt. Diese Anforderung geht zu weit. Einerseits wird offensichtlich davon ausgegangen, dass immer Effekten des Anbieters zum Tausch angeboten werden, was nicht zwangsläufig der Fall ist. Andererseits ist es nicht möglich, eine sinnvolle *pro forma* Rechnung zu erstellen. Mögliche Synergieeffekte und Auswirkungen einer Integration sind nur in einem sehr begrenzten Masse vorhersehbar und in jedem Fall spekulativer Natur; eine eins-zu-eins Konsolidierung wäre in jedem Fall realitätsfremd und würde entsprechend ein falsches Bild abgeben. Nicht zu übersehen ist schliesslich, dass solche Angaben Erwartungen der Angebotsempfänger sowie weiterer

Marktteilnehmer schüren und somit haftungsbegründend sein könnten. Dies ist vor allem deshalb stossend, weil ein Anbieter unter Umständen vor Veröffentlichung oder Vollzug des Angebotes keinen Zugang zu den Büchern der Zielgesellschaft hat. Der Schutz der Angebotsempfänger ist aber bereits nach den jeweils anwendbaren Kotierungs- (vgl. z.B. Art. 32 ff. KR) und/oder Angebotsvorschriften (vgl. z.B. Art. 652a OR) der betroffenen Effekten gewährleistet. Tendenziell verhindert dieses Erfordernis einer *pro forma* Rechnung feindliche Angebote.

Die Nützlichkeit einer *pro forma* Rechnung ist daher stark zu bezweifeln und steht in keinem Verhältnis zum Aufwand und Risiko, die dem Anbieter und auch der Prüfstelle entstehen würden, und zu den möglichen Auswirkungen auf den Übernahmemarkt. Abs. 5 von Art. 24 UEV ist daher ersatzlos zu streichen.

## 19. Art. 29 UEV – Grundsätze

### a) Art. 29 Abs. 3 UEV: Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung eines Angebotes

Inskünftig soll der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft in jedem Fall eine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung eines Angebotes abgeben. Eine Aufzählung der Vor- und Nachteile eines Angebotes unter Enthaltung einer Empfehlung soll nicht mehr zulässig sein. Begründet wird dies dadurch, dass der Verwaltungsrat erfahrungsgemäss nicht neutral sei. Aus eben diesem Grund sollte der Verwaltungsrat weiterhin eine neutrale Haltung einnehmen können.

Bei Vorliegen von potentiellen Interessenkonflikten hat der Verwaltungsrat geeignete Massnahmen zu treffen, um die Objektivität seiner Entscheidungsfindung sicherzustellen und zu vermeiden, dass sich diese Interessenkonflikte zum Nachteil der Empfänger des Angebotes auswirken. Nach der Praxis der Übernahmekommission kann der Verwaltungsrat entweder (i) ein Komitee von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern bilden, die über das Übernahmeangebot befinden oder (ii) von einem unabhängigen Experten eine Fairness Opinion erstellen lassen. Insbesondere wenn sich sämtliche Verwaltungsratsmitglieder in einem Interessenskonflikt befinden, bietet sich die Erstellung einer Fairness Opinion an. Und gerade in solchen Fällen wäre es u.U. angezeigt, dass sich der Verwaltungsrat einer Empfehlung enthalten kann<sup>38</sup>. Schliesslich richten sich die Pflichten eines Verwaltungsrats nach dem Aktienrecht. Entsprechend ist ein Verwaltungsrat in jeder Situation dem Gesellschaftsinteresse verpflichtet und

<sup>38</sup> MATTHIAS GLATTHAAR, Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Zürich|St. Gallen 2007, S. 174 ff. mit Beispielen.

kann nicht durch übernahmerechtliche Verordnungsgebung zum Investitionsberater der Aktionäre werden<sup>39</sup>.

Die Praxis hat gezeigt, dass sich ein Verwaltungsrat nicht leichtfertig einer Empfehlung enthält. Soweit es sich somit rechtfertigt, sollte dem Verwaltungsrat weiterhin die Möglichkeit belassen werden, sich einer Empfehlung zu enthalten. Aufgrund der Darstellung der Interessenkonflikte und den Angaben über das Abstimmungsverhältnis wird der Angebotsempfänger eine neutrale Haltung (wie auch die Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung) entsprechend zu werten wissen.

Entsprechend wäre der Wortlaut von Art. 29 Abs. 3 UEV wie folgt zu ergänzen:

*<sup>3</sup> Der Verwaltungsrat hat in seinem Bericht den Aktionären die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu empfehlen; er kann aber auch die Vor- und Nachteile des Angebotes darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben. Er gibt dabei auch das Abstimmungsverhältnis an. "*

#### **b) Art. 29 Abs. 4 UEV**

Die bis anhin geltende Einschränkung auf die Wesentlichkeit der Elemente, welche die Stellungnahme des Verwaltungsrats beeinflusst haben, sollte weiterhin auf Wesentlichkeit beibehalten werden. Es wird nicht möglich sein, mit absoluter Eindeutigkeit zu bestimmen, welche Elemente genau eine Stellungnahme beeinflussen haben und die Aufzählung von sämtlichen möglichen Elementen wird sich negativ auf die Leserlichkeit des Berichts und der Effizienz auswirken:

*<sup>4</sup> Der Bericht enthält eine klare Begründung und legt alle wesentlichen Elemente dar, welche die Stellungnahme beeinflusst haben."*

#### **20. Art. 32 UEV – Veröffentlichung des Berichtes**

Analog zu den Ausführungen zur Veröffentlichung des Angebotsprospektes regen wir an, auf die Publikation des Verwaltungsratsberichts in den Printmedien zu verzichten (vgl. oben Ziff. II.B.15). Soweit der Verwaltungsratsbericht keinen Bestandteil des Angebotsprospekts bildet, sollte es dem Verwaltungsrat freigestellt sein, eine Zusammenfassung des Berichts in den Zeitungen zu veröffentlichen mit dem Hinweis, wo der Verwaltungsratsbericht kostenlos bezogen werden kann:

<sup>39</sup> ADRIANO MARGIOTTA, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: SZW 2007, S. 244 – 260, S. 255 mit Verweisen.

<sup>2</sup> Wird der Bericht nicht bereits im Angebotsprospekt veröffentlicht, so muss er spätestens am 15. Börsentag nach Veröffentlichung des Angebotes landesweit bekannt gemacht werden, indem er in mindestens zwei Zeitungen, in denen das Angebot publiziert wurde, auf deutsch und französisch veröffentlicht wird.

<sup>3</sup> Die Veröffentlichung kann nur eine Zusammenfassung des Berichtes beinhalten. In der Veröffentlichung ist auf den vollständigen Bericht, der den Interessenten vom Tag der Veröffentlichung an kostenlos zur Verfügung gestellt werden muss, hinzuweisen. "

## 21. Art. 35 UEV – Gesetzwidrige Abwehrmassnahmen

### a) Art. 35 Abs. 2 lit. a UEV

Im Sinne der Rechtssicherheit wäre es wünschenswert, wenn auch für die Kriterien von Umsatz, Gewinn oder Cash Flow klare Prozentschwellen festgelegt werden. Die Einschränkungen nach Art. 35 UEV-UEK zeichnen sich eben dadurch aus, dass sie nicht konkret auf eine Abwehrsituationen beziehen, sondern Massnahmen verbieten, die sich für einen Anbieter potentiell negativ auswirken könnten. Um die Voraussehbarkeit und auch Rechtssicherheit für die Zielgesellschaft, aber auch für einen Dritten als Vertragspartei, zu gewährleisten, regen wir an, dass auch für die Kriterien Umsatz, Gewinn oder Cash Flow klare Prozentschwellen festgelegt werden.

### b) Art. 35 Abs. 2 lit. e UEV

Unseres Erachtens ist der neu vorgeschlagene lit. e von Art. 35 UEV ersatzlos zu streichen. Es ist nicht einsichtig, weshalb eine Zielgesellschaft nicht in eigenen Beteiligungspapieren handeln soll. Hat sie Wandelanleihen oder Beteiligungspläne ausstehend, die während der Dauer des Angebots ausübbar sind oder fällig werden, muss sie unter Umständen in eigenen Beteiligungspapieren handeln können. Darüber hinaus wird eine Zielgesellschaft infolge der Schranken nach Art. 659 OR ein Angebot kaum massgeblich mit Handel von eigenen Beteiligungspapieren beeinflussen können. Im Übrigen wäre unklar, ob eine Zielgesellschaft ihre eigenen Aktien ins Angebot andienen könnte.

Das Gleiche gilt für den Erwerb der Beteiligungspapiere des Anbieters (auch im Falle eines Tauschangebots). Die Zielgesellschaft ist dadurch benachteiligt, wenn sie ihrerseits Interesse an der Übernahme des Anbieters hat. Darüber hinaus bietet Art. 35 Abs. 2 lit. a UEV Schutz vor Missbräuchen.

## 22. Art. 43 UEV – Veröffentlichung des Zwischenergebnisses | Art. 46 UEV – Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses

Analog zu den Ausführungen zur Veröffentlichung des Angebotsprospektes regen wir an, auf die Publikation des Zwischenergebnisses und des Endergebnisses in den Printmedien zu verzichten (vgl. oben Ziff. I(b) und II.B.15) und die Veröffentlichung auf die elektronischen Medien sowie der Website der UEK zu beschränken. Art. 43 UEV könnte entsprechend wie folgt ausgestaltet werden und wäre infolge des Verweises in Art. 46 Abs. 2 UEV auch für die Veröffentlichung des Endergebnisses anwendbar:

<sup>1</sup> *Der Anbieter gibt das provisorische Zwischenergebnis des Angebotes am ersten Börsentag nach Ablauf des Angebotes der Offenlegungsstelle, der Übernahmekommission und den Informationsdienstleistern so genau als möglich bekannt. ~~Die Übernahmekommission schaltet das provisorische Zwischenergebnis auf ihrer Website auf.~~*

<sup>2</sup> *Spätestens am vierten Börsentag nach Ablauf des Angebotes muss das definitive Zwischenergebnis der Offenlegungsstelle und der Übernahmekommission bekannt gegeben werden ~~durch Anzeige in denselben Zeitungen veröffentlicht werden, in welchen das Angebot publiziert wurde.~~ Die Übernahmekommission schaltet das definitive Zwischenergebnis auf ihrer Website auf."*

## 23. Art. 49 UEV – Konkurrierendes Angebot

Der Klarheit halber ist wünschenswert, dass der Verweis auf Art. 6 UEV (zumindest mit Bezug auf die Fristen) explizit in Art. 49 Abs. 1 UEV aufgenommen wird. Wir schlagen daher folgende Ergänzung vor:

<sup>1</sup> *Ein konkurrierendes Angebot darf bis spätestens neunzig Minuten vor Handelsbeginn der Börse, an der die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft kotiert sind, desam letzten Börsentags der Angebotsfrist des vorhergehenden Angebotes mit der Voranmeldung oder dem Angebotsprospekt veröffentlicht werden."*

## 24. Aufhebung von Art. 57 UEV-UEK – Auskünfte

Unter Hinweis auf die Auskünfte durch das Sekretariat der Übernahmekommission werden die Institute der Präsidialauskunft und der bindenden Auskünfte nach Art. 57 UEV-UEK ersatzlos aufgehoben. Die – in der Regel mündlich erteilten – Auskünfte des Sekretariats vermögen jedoch die Auskünfte nach Art. 57

UEV-UEK nicht zu ersetzen. Während Präsidialauskünfte gleich wie Auskünfte des Sekretariats keine bindende Wirkung haben, so kommt ihnen doch ein anderes Gewicht zu, als die Auskünfte des Sekretariats. Ein potentieller Anbieter kann durchaus ein gewisses Interesse haben, bei der Strukturierung eines Angebots oder gewissen abstrakten Rechtsfragen eine schriftliche Präsidialauskunft einzuholen, das in Form eines Rechtsgutachtens erteilt wird und die Übernahmekommission zwar nicht binden, aber dem Gesuchsteller klare Leitlinien über gewisse Rechtsfragen bieten.

Dies gilt umso mehr für das Institut der bindenden Auskünfte durch einen Ausschuss der Übernahmekommission. Es besteht ein praktisches Bedürfnis, über abstrakte Rechtsfragen eine bindende Auskunft der Übernahmekommission und somit Rechtssicherheit zu erhalten. Diese Rechtssicherheit dient allen Marktteilnehmern. Potentielle Anbieter oder Zielgesellschaften können ihre Pläne sowie ihr Verhalten bereits in einer Frühphase der Transaktion an die übernahmerechtlichen Vorgaben und Praxis der Übernahmekommission, die sich oft auch außerhalb der veröffentlichten Entscheide fortentwickelt (zu denken ist vor allem an die informellen Gespräche in laufenden Übernahmeverfahren), ausrichten.

Die Voraussehbarkeit der Entscheide fördert das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Übernahmekommission und stärkt somit ihre Glaubwürdigkeit. Letzten Endes wird durch die Rechtssicherheit gesetzeskonformes Handeln gewährleistet, was wiederum der Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes dienlich ist. Das Argument, wonach dadurch das rechtliche Gehör der potentiellen Parteien verletzt werden könnte, ist nicht stichhaltig. Mit dem Einspracheverfahren (Art. 64 UEV) kann das rechtliche Gehör, gleich wie bei Gewähungen von Ausnahmen zur Angebotspflicht oder der Feststellung des Bestehens oder Nicht-Bestehens einer Angebotspflicht – nachträglich gesichert werden.

Wir schlagen daher vor, Art. 57 UEV-UEK als Art. 60 UEV aufzunehmen und die nachfolgenden Artikel entsprechend neu zu nummerieren.

## **25. Art. 60 Abs. 2 UEV – Vorgängige Prüfung des Angebotes**

Bei der vorgängigen Prüfung des Angebotes sollte die Zielgesellschaft nur auf Antrag des Anbieters am Verfahren teilnehmen. Der Anbieter sollte in dieser Phase des Übernahmeprozesses selbst entscheiden können, ob die Zielgesellschaft am Verfahren teilnehmen soll und er dadurch gewisse Rechtssicherheit erhält, da allfällige Einwände der Zielgesellschaft im voraus berücksichtigt werden können.



In gewissen Konstellationen hat der Anbieter ein berechtigtes Interesse, dass die Zielgesellschaft erst kurz vor Veröffentlichung oder überhaupt nicht vorgängig über das Angebot informiert wird. Dies vor allem bei feindlichen Angeboten, da die Zielgesellschaft nicht verpflichtet ist, ein feindliches Angebot oder ein solches Verfahren geheim zu halten. Es gibt keine Gründe, weshalb ein Anbieter ein Angebot gegen eine Zielgesellschaft nicht im Geheimen vorbereiten kann. Übernahmerechtliche Grundsätze stehen einem solchen Vorgehen nicht entgegen.

Das rechtliche Gehör der Zielgesellschaft kann auch nachträglich mit dem Einspracheverfahren (Art. 64 UEV) gewährleistet werden. Art. 64 UEV müsste entsprechend angepasst werden.

Auf der anderen Seite kann der Anbieter ein Interesse haben, dass Aktionäre im Sinne von Art. 33b Abs. 3 nBEHG am Verfahren teilnehmen. Der Anbieter sollte ebenfalls ein entsprechendes Antragsrecht haben.

Deshalb schlagen wir vor, Art. 60 Abs. 2 UEV wie folgt zu ändern:

*"2Die Übernahmekommission eröffnet ein Verfahren und lädt die Zielgesellschaft und/oder Aktionäre im Sinne von Art. 33b Abs. 3 BEHG auf Antrag des Anbieters zur Stellungnahme ein. Die Übernahmekommission erlässt nach Anhörung der Beteiligten eine Verfügung nach Artikel 3."*

## **26. Art. 64 UEV – Einsprache**

Im Sinne eines raschen und effizienten Verfahrens wurde den Minderheitsaktionären die Parteistellung im Übernahmeverfahren bisher verwehrt. Mit Inkrafttreten des FINMAG wird den Minderheitsaktionären gemäss Art. 33b Abs. 3 nBEHG Parteistellung eingeräumt, jedoch mit der Bedingung, dass weiterhin ein rasches und effizientes Verfahren gewährleistet ist. Nach wie vor werden die Interessen der Minderheitsaktionäre im Verfahren vor der Übernahmekommission in erster Linie von dieser selbst wahrgenommen. Hauptaufgabe der Übernahmekommission ist die Überwachung der Einhaltung der börsengesetzlichen Vorschriften (inkl. der Vorschriften zum Schutze der Minderheitsaktionäre). Im Rahmen des Einspracheverfahrens haben nun Minderheitsaktionäre die Möglichkeit, neben der allgemeinen Überwachungsfunktion der Übernahmekommission individuell zu Verfügungen der Übernahmekommission Stellung zu nehmen.

Da die Übernahmekommission im Übernahmeverfahren die Interessen der Minderheitsaktionäre zur Kenntnis nimmt, sind Überprüfungen von Verfügungen zugunsten der Rechtssicherheit und dem Vertrauensschutz zurückhaltend und

gemäss nachvollziehbaren Kriterien vorzunehmen. Dabei könnte Art. 3 Abs. 3 UEV-UEK als Leitlinie dienen: Nur wenn der Übernahmekommission durch einen Minderheitsaktionär neue und erhebliche Tatsachen eröffnet werden, ist eine Verfügung aufgrund einer Einsprache zu revidieren.

Im Übrigen ist sicherzustellen, dass das Übernahmeverfahren nicht dazu missbraucht werden kann, um an vertrauliche Informationen zu gelangen. Es wäre daher in Betracht zu ziehen, abgesehen von Art. 27 VwVG explizite Bestimmungen betr. Vertraulichkeit aufzunehmen.

Und schliesslich sollte eine Einsprache auch der Zielgesellschaft möglich sein, wenn dies zur Wahrung des rechtlichen Gehörs erforderlich ist (vgl. unsere Vorschläge in Ziff. II.B.24 zum Institut der Auskunft gemäss Art. 57 UEV-UEK und in Ziff. II.B.25 zur vorgängigen Prüfung des Angebotes gemäss Art. 60 Abs. 2 UEV). Entsprechend müsste Art. 64 Abs. 1 wie folgt ergänzt werden:

*"Aktionäre mit mindestens 2 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, und die Zielgesellschaft, welche am Verfahren vor der Übernahmekommission nicht teilgenommen haben, können Einsprache erheben."*

## **27. Art. 68 UEV – Inkrafttreten**


Es fehlt unseres Erachtens eine präzise Übergangsregelung, weshalb wir Folgendes vorschlagen:

*"Diese Verordnung tritt am 1. Januar 2009 in Kraft. Die revidierte Verordnung gilt für alle öffentlichen Kaufangebote, die nach deren Inkrafttreten veröffentlicht werden; vorbehalten bleibt die Verfügungskompetenz der Übernahmekommission für öffentliche Kaufangebote, die vor Inkrafttreten veröffentlicht werden. Rechtskräftige Empfehlungen der Übernahmekommission sind auch nach Inkrafttreten der revidierten Verordnung verbindlich und endgültig."*

---

Wir hoffen, Ihnen mit der vorliegenden Stellungnahme für Sie akzeptable Ergänzungs- und Änderungsvorschläge zu den Entwürfen der BEHV-FINMA und der Übernahmeverordnung unterbreitet zu haben. Die Unterzeichneten stehen Ihnen für allfällige Rückfragen oder zusätzliche Ausführungen gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung

i.V.   
Dr. Hansjürg Appenzeller

  
Fabienne Crisovan

- Beilagen: - Synoptische Darstellung der BEHV-FINMA  
- Synoptische Darstellung der Übernahmeverordnung

## Per E-Mail und Post

Eidg. Bankenkommission (EBK)  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
3001 Bern

E-Mail: [thomas.hess@ebk.admin.ch](mailto:thomas.hess@ebk.admin.ch)

Zürich, 11. August 2008 FF  
99280.002

## ENTWURF FÜR DIE NEUE ÜBERNAHMEVERORDNUNG – ANHÖRUNG

Sehr geehrter Präsident  
Sehr geehrter Herr Hess  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihre öffentliche Einladung vom 20. Juni 2008 und nehmen gerne die Gelegenheit wahr, Ihnen innert erstreckter Frist hiermit unsere Stellungnahme zu dem Entwurf für die neue Übernahmeverordnung der Übernahmekommission (E-UEV) zu unterbreiten.

Unsere Stellungnahme zum Entwurf für die Börsenverordnung-FINMA (E-BEHV-FINMA) lassen wir Ihnen mit separatem Schreiben zukommen.

Nachfolgend fassen wir zunächst unsere hauptsächlichen Bemerkungen zum E-UEV zusammen (Abschnitt A) und kommentieren in einem zweiten Teil die Bestimmungen im Einzelnen (Abschnitt B).

## A. ZUSAMMENFASSUNG

Aus unserer Sicht setzt der vorgelegte Entwurf die Vorgaben, die sich aus der Behördenreorganisation im Rahmen des FINMAG und den damit zusammenhängenden Änderungen des Börsengesetzes (BEHG) ergeben, insgesamt gut um. Namentlich halten wir die Regelung des Verfahrens zum Erlass von Verfügungen durch die Übernahmekommission (UEK) für eine gelungene Umsetzung des Verwaltungsverfahrensrechts auf die zeitkritischen Übernahmeverfahren. Im Detail schlagen wir aber einige Änderungen bzw. Ergänzungen der vorgeschlagenen Verfahrensregelung vor, insbesondere:

- eine *Verkürzung der minimalen Angebotsfrist* bei freundlichen Angeboten von 20 auf 10 Börsentage (vgl. zu Art. 14 Abs. 3 unten);
- eine Regelung des *Verfahrens zur Prüfung des Berichts des Verwaltungsrates* der Zielgesellschaft und von Änderungen der Angebotsdokumente (vgl. zu Art. 60 f. unten);  
und
- im Sinne einer Generalklausel eine Regelung des *Verfahrens in übrigen Fällen* (vgl. zu Art. 63 neu unten) sowie des Einspracherechts der Aktionäre in diesen Verfahren (vgl. zu Art. 64 Abs. 4 neu unten).

Neben der Umsetzung der Vorgaben des FINMAG und des neuen BEHG enthält der Entwurf zahlreiche Anpassungen bzw. Änderungen des materiellen Übernahmerechts. Soweit damit die Praxis zum geltenden Recht kodifiziert werden soll, begrüßen wir die neuen Bestimmungen grossteils. Mit Skepsis begegnen wir hingegen einem Teil der vorgesehenen materiellen Änderungen. Aus unserer Sicht sind einige dieser Änderungen aus unterschiedlichen Gründen inhaltlich abzulehnen und auch nicht notwendig, weil sich die geltende Regelung bewährt hat. Insbesondere lehnen wir die folgenden Vorschläge ab:

- Streichung der Vermutung, wonach der *Vertreter* des Anbieters nicht in gemeinsamer Absprache mit diesem handelt (vgl. zu Art. 11 unten);
- Verschärfung der Zulässigkeitsvoraussetzungen für *aufschiebende Bedingungen* (vgl. zu Art. 13 unten); und
- Verpflichtung des *Verwaltungsrates der Zielgesellschaft*, in seinem Bericht zwingend eine *Empfehlung zum Angebot* abzugeben und die Abstimmungsverhältnisse offen zu legen (vgl. zu Art. 29 Abs. 3 unten), sowie alle (anstatt alle wesentlichen) Elemente für seine Stellungnahme aufzuführen (vgl. zu Art. 29 Abs. 4 unten).

## B. BEMERKUNGEN ZUM ENTWURF IM EINZELNEN

Nachfolgend kommentieren wir die einzelnen Bestimmungen des Entwurfs. Die nicht erwähnten Bestimmungen unterstützen wir ausdrücklich. Vorschläge zum Wortlaut einzelner Vorschriften beziehen sich auf den Wortlaut des Entwurfs und werden *kursiv und unterstrichen* dargestellt.

### 1. ERSTES KAPITEL – ALLGEMEINE BESTIMMUNGEN

#### ▪ Art. 4 Abs. 2: Ausnahmen bei Aktienrückkäufen

Öffentliche Angebote zum Rückkauf von eigenen Beteiligungsrechten im eigentlichen Sinn von Art. 2 lit. e BEHG sind in der Praxis überaus selten. Üblich sind *Rückkäufe über die Börse* (erste oder zweite Linie). Ob Rückkäufe über die Börse der Übernahmeregelung unterstehen, ist zweifelhaft, weil es sich nicht um Angebote zum Kauf einer bestimmten Anzahl Aktien zu einem bestimmten Preis handelt, sondern um die Absichtsbekundung, (möglicherweise) eine unbestimmte Anzahl Beteiligungspapiere zum jeweiligen Börsenkurs (unter Abzug einer Prämie) zu kaufen. In der Europäischen Union und den USA unterstehen solche öffentliche Rückkäufe denn auch nicht den Regeln über öffentliche Angebote sondern der *Marktmissbrauchsgesetzgebung*. Eine mittelfristige Harmonisierung der Schweizer Regelung ist mit Blick auf die Internationalisierung der Kapitalmärkte erstrebenswert. Kurzfristig ist darauf zu achten, dass die durch die UEK gemäss Art. 4 Abs. 2 E-UEV zu treffende Ausnahmeregelung so ausgestaltet wird, dass für Emittenten, deren Beteiligungspapiere am EU-kompatiblen Marktsegment der SWX Europe Limited zum Handel zugelassen sind, keine Widersprüche zu den auf sie ebenfalls anwendbaren Europäischen Marktmissbrauchsregelungen entstehen.

Im Übrigen ist der Wortlaut von Art. 4 Abs. 2 E-UEV unseres Erachtens zu weit, indem er in allgemeiner Weise auf "Käufe" Bezug nimmt. *Private Käufe* ohne öffentliche Ankündigung sind aber zweifelsohne nicht unterstellt. Daher ist der Wortlaut unseres Erachtens wie folgt zu ändern:

«Für *öffentlich angekündigte Kaufprogramme bezüglich* eigener Beteiligungspapiere ...»

## 2. ZWEITES KAPITEL – VORANMELDUNG EINES ANGEBOTS

### ▪ **Art. 5 Abs. 2 lit. g : Hinweis auf Parteistellung der Aktionäre**

Wir schlagen in redaktioneller Hinsicht vor, in Art. 5 Abs. 2 lit. g E-UEV am Ende die Worte «zu verlangen» durch «zu beanspruchen» zu ersetzen. Damit wird dieselbe Terminologie verwendet wie im Gesetz (Art. 33b Abs. 3 nBEHG).

### ▪ **Art. 6 Abs. 2: Aufschaltung der Voranmeldung auf der Website der UEK**

Der Entwurf verpflichtet die UEK, die Voranmeldung (Art. 6 Abs. 2), den Angebotsprospekt (Art. 18 Abs. 2), den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft (Art. 32 Abs. 3) und das Zwischen- und das Endergebnis (Art. 43 Abs. 1, Art. 46 Abs. 2 E-UEV) auf ihrer Website aufzuschalten. Die Aufschaltung entspricht im Grundsatz gängiger Praxis, ohne dass sie bisher jedoch vorgeschrieben war.

Unter Umständen ist eine Aufschaltung nicht opportun. Dies ist namentlich dann der Fall, wenn sie zu einer Verletzung ausländischen Rechts führen kann, etwa weil ausländische Aktionäre (in zulässiger Weise) vom Angebot ausgeschlossen wurden.

Um den legitimen Interessen des Anbieters Rechnung zu tragen, schlagen wir daher die folgende Ergänzung von Art. 6 Abs. 2 letzter Satz E-UEV vor:

*«Die Übernahmekommission schaltet die Voranmeldung auf ihrer Website auf, es sei denn, der Anbieter macht überwiegende Interessen, wie z.B. die Einhaltung ausländischer Vorschriften, geltend, die eine Aufschaltung als nicht angezeigt erscheinen lassen.»*

Im Einzelfall bleibt es der UEK unbenommen, eine Aufschaltung mit begleitenden technischen Massnahmen, z.B. Filtern, anzuordnen, sollten solche Massnahmen zur Einhaltung der ausländischen Vorschriften genügen.

### ▪ **Art. 7 Abs. 1: Verlängerung der Sechswochenfrist Voranmeldung – Prospekt**

Der Hinweis auf Art. 4 ist unserer Ansicht nach in Art. 7 Abs. 1 E-UEV zu löschen. Rechtstechnisch handelt es sich nicht um eine Ausnahme von einer Bestimmung der UEV, weil die Ausnahme bereits in der Bestimmung selbst vorgesehen ist. Materiell ändert sich dadurch nichts.

- **Art. 7 Abs. 2: Reduktion des Angebotspreises nach *Due Diligence***

Gemäss der geltenden Regelung von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK kann der in der Voranmeldung vorgesehene Angebotspreis im Angebotsprospekt gesenkt werden, wenn die Zielgesellschaft Gegenstand einer *due diligence review* ist und die Änderung sachlich gerechtfertigt ist. Die UEK hat in der Vergangenheit hohe Anforderungen an entsprechende Vorbehalte bzw. Preissenkungen gesetzt. Als Ergebnis sind keine Fälle bekannt, in welchen der in der Voranmeldung vorgesehene Preis gestützt auf eine *Due Diligence* tatsächlich herabgesetzt worden wäre.

Entgegen dem Entwurf schlagen wir dennoch vor, die Preisreduktionsmöglichkeit zufolge *Due Diligence* beizubehalten. Es sind Konstellationen denkbar, in welchen die Parteien ein legitimes Interesse an einer solchen Möglichkeit haben, wie etwa dort, wo die Zielgesellschaft dem Anbieter in einem freundlichen Szenario erst Zugang zu einer *Due Diligence* gewährt, nachdem der Anbieter ein bindendes Angebot unterbreitet hat. In solchen Fällen sollte es den Parteien möglich sein, einen Preisanpassungsvorbehalt vorzusehen. Für die Angebotsempfänger sind aufgrund der restriktiven Voraussetzungen gemäss der bisherigen Praxis der UEK keine Nachteile zu befürchten.

- **Art. 8 Abs. 2: Massgeblicher Zeitpunkt der Voranmeldung**

Art. 8 Abs. 2 E-UEV ist unseres Erachtens wie folgt zu ergänzen:

«Sie entfaltet ihre Rechtswirkungen im Zeitpunkt ihrer Zustellung an die Übernahmekommission und an die Informationsdienstleister, wenn sie oder an ihrer Stelle der Angebotsprospekt in den darauf folgenden drei Börsentagen in den Zeitungen veröffentlicht wird.»

Durch die vorgeschlagene Änderung wird die bisherige Praxis der UEK, wonach die Veröffentlichung des Angebotsprospekts an die Stelle der Veröffentlichung der Voranmeldung treten kann (vgl. z.B. Empfehlung VI *Aare Tessin AG für Elektrizität* vom 7. April 2006 E. 1), kodifiziert. Sie trägt dem allgemeinen Bedürfnis Rechnung, das Übernahmeverfahren nicht unnötigerweise zu verlängern.



### 3. DRITTES KAPITEL – ANGEBOT

#### ▪ Art. 9 Abs. 6: Mindestpreis bzw. Tauschangebote

Art. 9 Abs. 6 E-UEV verweist für den Fall, dass das Angebot Beteiligungspapiere erfasst, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde, auf die Mindestpreisvorschriften für Pflichtangebote gemäss Art. 37 ff. BEHV-FINMA. Der Verweis wurde materiell zwar unverändert vom geltenden Recht übernommen. Es ist aber zu beachten, dass die Bestimmungen der BEHV-FINMA, auf welche verwiesen wird, im Zusammenhang mit Tauschangeboten geändert werden sollen:

- Gemäss Art. 39 Abs. 2 E-BEHV-FINMA soll bei Pflichtangeboten ein Tauschangebot nicht mehr zulässig sein, wenn der Erwerb, der die Angebotspflicht auslöste, vollständig oder teilweise gegen Barzahlung erfolgte, es sei denn, es wird im Angebot eine Baralternative vorgesehen.
- Ferner soll nach Art. 39 Abs. 3 E-BEHV-FINMA ein Tausch gegen illiquide oder nicht kotierte Effekten in Pflichtangeboten generell ausgeschlossen sein, wiederum unter der Ausnahme, dass im Angebot eine Baralternative vorgesehen wird.

Diese neuen Vorschriften halten wir bei Pflichtangeboten für angebracht. Auf freiwillige Angebote "passen" sie hingegen nicht:

- Art. 39 Abs. 2 E-BEHV-FINMA ist nicht auf freiwillige Angebote zugeschnitten. Es kann nicht sein, dass jeder Barkauf vor Unterbreitung eines freiwilligen Tauschangebots zwingend zur Folge hat, dass der Anbieter eine Baralternative vorsehen muss. Diese Folge wäre bei freiwilligen Angeboten in keiner Weise sachgerecht.
- Ferner muss es dem Anbieter bei freiwilligen Angeboten im Unterschied zu Pflichtangeboten (Art. 39 Abs. 3 E-BEHV-FINMA) unbenommen sein, auch illiquide oder nicht kotierte Effekten zum Tausch anzubieten. Der Markt wird entscheiden, ob ein solches Angebot goutiert wird oder nicht. Die Aktionäre befinden sich anders als beim Pflichtangebot nicht in einer Zwangslage bzw. Abhängigkeit. Ausserdem legt schon Art. 24 Abs. 7 E-UEV nahe, dass bei freiwilligen Angeboten auch nicht kotierte Effekten angeboten werden können, ohne dass eine Baralternative notwendig ist.

Aus diesen Gründen sind aus unserer Sicht die Bestimmungen von Art. 39 Abs. 2 und 3 BEHV-FINMA vom Verweis in Art. 9 Abs. 6 E-UEV auszunehmen.

- **Art. 11: Handeln des Vertreters in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter**

Art. 11 Abs. 2 UEV-UEK hält in der geltenden Fassung fest, dass der Vertreter des Anbieters vermutungsweise nicht in gemeinsamer Absprache oder in einer organisierten Gruppe mit dem Anbieter handelt. Der Entwurf sieht vor, die Bestimmung ersatzlos zu streichen. Diese Streichung lehnen wir ab.

Es besteht kein Grund für die Abschaffung der Vermutung. Sie hat sich bewährt. Sollten Missbräuche vorkommen, lässt sich die Vermutung ohne weiteres widerlegen. Auf der anderen Seite schafft die Vermutung zugunsten der überwältigenden Mehrheit der redlich handelnden Banken, Rechtsanwälte und sonstigen Berater Rechtssicherheit. Für diese Berater, die nicht selten als Personengesellschaften organisiert sind, ist die Gewissheit, dass bei beratender Tätigkeit kein Risiko einer potentiellen Haftung mit dem Anbieter (vgl. Art. 24 Abs. 3 BEHG) besteht, von erheblicher Bedeutung. Zudem verdienen die gesetzlichen Berufsgeheimnisse wie z.B. das Anwalts- oder das Bankgeheimnis auch in Übernahmeverfahren grundsätzlichen Schutz. Eine routinemässige Überprüfung der Vertragsbeziehungen zwischen dem Anbietern und seinen Vertretern, wie es in den Erläuterungen zu Art. 11 E-UEV angekündigt wird, ist mit dem Kern der Berufsgeheimnisse nicht vereinbar. Dies namentlich auch vor dem Hintergrund, dass die entsprechenden Dokumente und Informationen möglicherweise auch beitretenden Minderheitsaktionären und anderen Parteien zur Kenntnis gelangen. Aus diesen Gründen ist die Vermutung beizubehalten.

- **Art. 13: Bedingungen des Angebots**

Nach geltendem Recht sind aufschiebende Bedingungen, d.h. Bedingungen, die bis zum Ablauf der Angebotsfrist gelten, zulässig, sofern der Anbieter den Bedingungsbeitrag nicht massgeblich selbst beeinflussen kann und die übernahmerechtlichen Grundsätze der Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung der Angebotsempfänger eingehalten werden. Auflösende Bedingungen, d.h. Bedingungen, die nach dem Ablauf der Angebotsfrist weiter gelten, setzen zusätzlich ein überwiegendes Interesse des Anbieters voraus und sind nur mit Zustimmung der Übernahmekommission zulässig.

Der Entwurf schlägt vor, die Zulässigkeit von Bedingungen, die bislang als aufschiebende Bedingungen bezeichnet wurden, weitgehend einzuschränken. Neu soll nicht mehr zwischen aufschiebenden und auflösenden Bedingungen unterschieden werden. Alle Bedingungen sollen ein überwiegendes Interesse des Anbieters voraussetzen und nur mit Zustimmung der UEK zulässig sein. In den Erläuterungen wird festgehalten, dass Angebote grundsätzlich bedingungslos sein sollen. "Paste and copy"-Übungen sollen unterbunden werden.

Wir lehnen die Verschärfung ab, zusammenfassend aus den folgenden Gründen:

- Neben dem Preis stellen die Bedingungen die wichtigsten Konditionen des Angebots dar. Ein Eingriff in die Regelung kann erhebliche Auswirkungen auf den Schweizer Unternehmenskontrollmarkt haben.
- Die Regelung im Entwurf hat tendenziell zur Folge, dass Übernahmeangebote erschwert werden. Die Übernahmeregelung soll aber neutral sein, d.h. Angebote weder erschweren noch erleichtern.
- Die geltende Regelung hat sich im Wesentlichen bewährt. Die Praxis hat einen Katalog an zulässigen Bedingungen herausgearbeitet. Die Tatsache, dass die Angebote oft dieselben Bedingungen enthalten, ist Ausdruck dessen, dass diese Bedingungen für die Anbieter einem Bedürfnis entsprechen und aus Sicht der Zielgesellschaften akzeptabel sind.
- Angebote scheitern sehr selten aufgrund eines Bedingungsausfalls. Nach unserer Überschlags-Zählung kamen bisher insgesamt 10 Angebote nicht zu Stande, wovon 7 deshalb, weil die Mindestannahmeschwelle nicht erreicht wurde (wobei meistens ein konkurrierendes Angebot zustande kam). Lediglich 4 Angebote scheiterten, weil eine andere Bedingung nicht erfüllt wurde. Auch vor diesem Hintergrund besteht kein Anlass für die vorgeschlagene Verschärfung.
- Die vorgeschlagene neue Regelung ist in hohem Masse unbestimmt. Es resultiert eine grosse Rechtsunsicherheit, insbesondere für den Anbieter. Die Parteien können sich nicht mehr darauf verlassen, dass die von ihnen vorgesehenen Bedingungen Bestand haben, weil die UEK das letzte Wort haben wird und ex ante unklar ist, ob in einem konkreten Fall "überwiegende Interessen" des Anbieters vorliegen.
- Der Eingriff in die Privatautonomie bzw. in die Marktkräfte ist nicht gerechtfertigt. Der Anbieter, der sein Angebot an aufschiebende Bedingungen knüpfen will, soll dies ohne Zustimmung der UEK und ohne überwiegendes Interesse tun können. Der Markt soll und wird entscheiden, ob diese Bedingungen goutiert werden. Das Ermessen der UEK soll nicht an die Stelle des Marktes gesetzt werden.

Aus diesen Überlegungen lehnen wir den Vorschlag ab. Die geltende Regelung hat sich bewährt und ist beizubehalten.

- **Art. 14 Abs. 1 und 2: Zwingende Karenzfrist**

Wir stimmen dem Konzept der Einsprachemöglichkeit der verfahrensberechtigten Aktionäre gemäss Art. 64 E-UEV grundsätzlich zu. Vor diesem konzeptionellen Hintergrund erscheint eine zwingende Karenzfrist auch bei freundlichen Angeboten unumgänglich.

Man kann sich fragen, ob die Karenzfrist bei freundlichen, durch die Zielgesellschaft unterstützten Angeboten nicht generell auf 5 Börsentage verkürzt werden könnte, wenn innerhalb der Einsprachefrist von 4 (de facto 5) Börsentagen (Art. 64 Abs. 2 E-UEV i.V.m. Art. 8<sup>bis</sup> E-BEHV-FINMA) keine Einsprachen von legitimierten Aktionären eingegangen sind. Wir schlagen diesbezüglich keine Änderung des Entwurfs vor, hoffen aber, dass die UEK von der Möglichkeit, die Karenzfrist zu verkürzen (Art. 14 Abs. 2 E-UEV) im Rahmen von freundlichen Angeboten Gebrauch machen wird.

Im Übrigen schlagen wir vor, in Art. 14 Abs. 2 E-UEV klarzustellen, dass die Karenzfrist am Börsentag der Veröffentlichung des Angebots beginnt und nicht erst am ersten Börsentag danach (wie dies gestützt auf die allgemeine Regel von Art. 8<sup>bis</sup> E-BEHV-FINMA der Fall wäre):

«<sup>2</sup> Die Karenzfrist dauert in der Regel zehn Börsentage *und beginnt an demjenigen Börsentag, an welchem der Angebotsprospekt veröffentlicht wird.* Sie kann von der Übernahmekommission verlängert oder verkürzt werden.»

- **Art. 14 Abs. 3: Minimale Angebotsfrist**

Wir sind der Auffassung, dass die minimale Angebotsfrist bei freundlichen Angeboten auf 10 Börsentage verkürzt werden kann und soll. Wir schlagen vor, Art. 14 Abs. 3 E-UEV wie folgt zu ändern:

«<sup>3</sup> Das Angebot muss mindestens 20 Börsentage offen bleiben. Diese Frist *wird* auf Gesuch *des Anbieters und der Zielgesellschaft* auf zehn Börsentage verkürzt, wenn:

*a. der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Angebot veröffentlicht wird; und*

*b. der Entwurf des Angebotsprospekts und des Berichts des Verwaltungsrates der Übernahmekommission vor der Veröffentlichung zur Prüfung unterbreitet werden.»*

Die geltenden und unverändert in den Entwurf übernommenen Bestimmungen von lit. a und b sind nicht mehr erforderlich. Sie werden durch die hier vorgeschlagene Regelung ebenfalls abgedeckt.

Es entspricht einem Bedürfnis des Kapitalmarkts und der betroffenen Parteien, ihrer Aktionäre, Mitarbeiter, Kunden und anderen interessierten Kreise, dass die mit Übernahmeverfahren verbundene Unsicherheitsphase rasch abgeschlossen wird. Unter der geltenden Regelung ist es bei freundlichen Angeboten möglich, die Schwebephase – das heisst den Zeitraum von der öffentlichen Ankündigung bis zu dem Zeitpunkt, in welchem keine Konkurrenzangebote mehr erfolgen können und Klarheit über den Ausgang des Angebots herrscht – auf 20 bis 25 Börsentage zu limitieren. Mit Einführung der zwingenden Karenzfrist wird die Unsicherheitsphase um 10 Börsentage verlängert. Dies ist unerwünscht.

Auf der anderen Seite ist eine Angebotsfrist von 10 Börsentagen aus Sicht der Angebotsempfänger (und auch für etwaige konkurrierende Anbieter) unbedenklich. *Faktisch* verkürzt sich die Annahmefrist nicht, einerseits weil das Angebot bereits während der Karenzfrist von 10 Börsentagen bekannt ist und durch die Angebotsempfänger geprüft werden kann, und andererseits weil erfahrungsgemäss die Annahmen grösstenteils ohnehin erst kurz vor Ablauf des Angebots erfolgen. Nicht selten verstreichen die ersten 10-15 Börsentage der Angebotsfrist ungenutzt. Die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger (und eines etwaigen konkurrierenden Anbieters) wird daher durch eine kürzere Frist nicht beeinträchtigt. Schliesslich ist es dem Anbieter und der Zielgesellschaft unbenommen, sich nach Bedarf auf eine längere Frist zu verständigen.

Aus diesen Überlegungen erscheint uns eine minimale Angebotsfrist von 10 anstatt 20 Börsentagen in freundlichen Angeboten als angemessen.

▪ **Art. 15 Abs. 2 und 3: Zeitpunkt und Form von Angebotsänderungen**

Der Entwurf sieht vor, dass eine Angebotsänderung spätestens am letzten Tag der Angebotsfrist vor Börseneröffnung in mindestens zwei Zeitungen auf deutsch und französisch veröffentlicht werden muss (Art. 15 i.V.m. Art. 18 E-UEV). Für den Anbieter bedeutet dies, dass er sich bereits einige Tage vorher zur Änderung entschlossen und diese ausformuliert haben muss, da die Drucklegung des Zeitungsinserats erfahrungsgemäss einige Tage in Anspruch nimmt. Um diese Komplikation zu vermeiden, würden wir vorschlagen, eine Zustellung der Angebotsänderung an die Informationsdienstleister am letzten Börsentag vor Börseneröffnung genügen zu lassen, unter der Voraussetzung, dass die Veröffentlichung in den Zeitungen (sofern man davon nicht absehen will, vgl.

Art. 18 Abs. 1 unten) in den darauf folgenden drei Börsentagen erfolgt (analog zu der Regelung betreffend Veröffentlichung der Voranmeldung).

#### 4. VIERTES KAPITEL – ANGEBOTSPROSPEKT

##### ▪ **Art. 18 Abs. 1: Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen**

Der Entwurf hält an der geltenden Regelung, wonach der Prospekt und alle anderen Angebotsdokumente in zwei Zeitungen publiziert werden müssen, fest. Unseres Erachtens ist die zwingende Publikation in der Presse nicht mehr zeitgerecht. Das Internet und die elektronischen Informationsdienste haben sich als Informationsquelle im Kapitalmarkt etabliert, während die Printmedien entscheidend an Bedeutung verloren haben. Auf der anderen Seite ist die Publikation in zwei Zeitungen mit hohen Kosten und einem gewissen Fehlerrisiko verbunden. Dementsprechend schreibt z.B. auch das Kotierungsreglement eine zwingende Zeitungspublikation nicht (mehr) vor (vgl. Art. 33 KR).

Vor diesem Hintergrund möchten wir eine Regelung anregen, wonach nur noch die erste Publikation, d.h. die Voranmeldung bzw. ausnahmsweise der Prospekt, zwingend in den Zeitungen veröffentlicht werden muss, während es für die nachfolgenden Dokumente genügt, wenn sie auf dem Internet (z.B. auf der Website der UEK) publiziert und den Informationsdienstleistern zugestellt werden. In der ersten Veröffentlichung in den Zeitungen wären die Internet-Publikationsseite zu bezeichnen und der Ort anzugeben, wo die Dokumente auf Wunsch in Papierform bezogen werden können. Eine Publikation der nachfolgenden Dokumente in den Zeitungen wäre nur dann zwingend vorausgesetzt, wenn eine Aufschaltung auf dem Internet nicht möglich ist (siehe sogleich zu Art. 18 Abs. 2).

##### ▪ **Art. 18 Abs. 2: Aufschaltung auf der Website der UEK**

Auf die Problematik der zwingenden Aufschaltung der Angebotsdokumente auf der Website der UEK wurde bereits hingewiesen (vgl. zu Art. 6 oben). Aus den dargelegten Überlegungen sollte auch der letzte Satz von Art. 18 Abs. 2 E-UEK entsprechend ergänzt werden.

##### ▪ **Art. 18 Abs. 3 neu: Hinweis an Aktionäre betreffend Parteistellung**

Wie in der Voranmeldung (Art. 5 Abs. 2 lit. g E-UEV) muss auch im Angebotsprospekt auf das Recht der legitimierten Aktionäre hingewiesen werden, Parteistellung zu beanspruchen. Ein solcher Hinweis im Prospekt ist namentlich dann von Bedeutung, wenn

keine Voranmeldung erfolgt. Die entsprechende Bestimmung könnte z.B. in Art. 18 Abs. 3 E-UEV eingefügt werden.

- **Art. 19 Abs. 1 lit. g: Weitere Angaben über den Anbieter**

Die in Art. 19 Abs. 1 lit. h E-UEV eingefügte Vorschrift («*alle weiteren Angaben*») ist unseres Erachtens zu unbestimmt und kann gestrichen werden. Die unverändert in den Entwurf übernommene Generalklausel in Art. 17 Abs. 1 E-UEV stellt eine hinreichende und bestimmter formulierte Grundlage für die UEK dar, um vom Anbieter zusätzliche Angaben zu verlangen.

- **Art. 20 Abs. 1: Angaben über die Finanzierung des Angebots**

Art. 20 Abs. 1 E-UEV verlangt neu «*präzise*» Angaben über die Finanzierung des Angebots. In den Erläuterungen werden beispielhaft Angaben zu Kreditlinien, Höhe, Bankenkonsortien oder Laufzeiten genannt. Die Ergänzung ist unseres Erachtens zu streichen.

Für den Entscheid der Angebotsempfänger sind die Einzelheiten der Finanzierung irrelevant. Die Angebotsempfänger interessiert letztlich nur, dass die Bezahlung des Angebotspreises sichergestellt ist, was durch die Prüfung durch die Prüfstelle gewährleistet ist. Hinzu kommt, dass selbst «*präzise*» Angaben im Prospekt nicht genügen, um die Angebotsempfänger in die Lage zu versetzen, selbst zu verifizieren, ob die Finanzierung sichergestellt ist. Vielmehr wäre dazu eine Prüfung der einschlägigen Dokumente (Kontoauszüge, Kreditverträge, usw.) notwendig. Auf der anderen Seite hat der Anbieter ein legitimes Interesse daran, die Einzelheiten seiner Bankbeziehungen und Finanzierungsverhältnisse nicht offen zu legen, zumal ihn die Rechnungslegungsvorschriften und Rechnungslegungsstandards im Allgemeinen nicht verpflichten, solche Details in seinen Abschlüssen bekannt zu geben. Die bisherige Regelung hat sich bewährt. Die Ergänzung «*präzise*» ist aus dem Entwurf zu streichen.

- **Art. 24 Abs. 5: Zusätzliche Angaben im Fall von Tauschangeboten**

Die neue Bestimmung von Art. 24 Abs. 5 E-UEV verlangt, dass der Angebotsprospekt «Angaben zu den erwarteten Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft, deren Effekten zum Tausch angeboten werden», enthält. Gemäss den Erläuterungen soll dies so verstanden werden, dass der Anbieter eine *Pro forma-Rechnung* in den Angebotsprospekt einfügt.

Die vorgeschlagene Ergänzung ist grundsätzlich zu begrüßen, unter zwei Einschränkungen:

- Eine Pro forma-Rechnung soll unseres Erachtens nur verlangt werden, soweit der Anbieter auch im Zusammenhang mit der Kotierung bzw. Handelszulassung der Tauschpapiere nach den anwendbaren Vorschriften verpflichtet ist, eine Pro forma-Rechnung zu erstellen. Sollte dies nicht der Fall sein, etwa weil der Erwerb der Zielgesellschaft vernachlässigbar kleine Auswirkungen auf die Vermögens- und Ertragslage des Anbieters hat, kann auch aus übernahmerechtlicher Sicht auf die Erstellung von Pro forma-Rechnungen verzichtet werden.
- Ein Hinweis auf die mitunter voluminösen Abschlüsse im Angebotsprospekt muss genügen.

Wir schlagen daher vor, Art. 24 Abs. 5 E-UEV am Schluss wie folgt zu ergänzen:

*«... Soweit der Anbieter nach den anwendbaren gesellschafts-, kotierungs- oder zulassungsrechtlichen Vorschriften eine Pro forma-Rechnung zu erstellen hat, ist im Angebotsprospekt darauf hinzuweisen und der Ort anzugeben, an dem sie rasch und kostenlos bezogen werden kann.»*

## 5. FÜNFTES KAPITEL – PRÜFUNG DES ANGEBOTS

### ▪ **Art. 25 Abs. 2: Unabhängigkeit der Prüfstelle**

Gemäss der unter geltendem Recht entwickelten Praxis der UEK muss die Prüfstelle vom Anbieter unabhängig sein. Art. 25 Abs. 2 E-UEV sieht in ganz allgemeiner Weise vor, dass die Prüfstelle unabhängig zu sein hat. Nach den Erläuterungen soll damit eine *umfassende Unabhängigkeit* gemeint sein.

Es ist unklar, wie die neue Bestimmung zu verstehen ist, gerade auch unter Berücksichtigung der Erläuterungen. Abgesehen davon sollten aufgrund der geringen Anzahl von in Frage kommenden Prüfgesellschaften nicht zu hohe Anforderungen an die Unabhängigkeit gestellt werden. Art. 25 Abs. 2 UEV ist daher aus unserer Sicht wie folgt zu ändern:

*«Die Prüfstelle muss von dem Anbieter, der Zielgesellschaft und den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein.»*



Im Übrigen gehen wir davon aus, dass die bisherige Praxis der UEK, wonach die Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft vom Prüfstellenmandat nicht ausgeschlossen ist, beibehalten werden wird.

## 6. SECHSTES KAPITEL – BERICHT DES VERWALTUNGSRATES DER ZIELGESELLSCHAFT

### ▪ **Art. 29 Abs. 3: Zwingende Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung**

Gemäss geltendem Recht kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht von einer konkreten Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung des Angebots absehen und stattdessen die Vor- und Nachteile des Angebots darlegen. Neu soll der Verwaltungsrat zwingend eine Empfehlung abgeben müssen. Dabei soll auch das Abstimmungsverhältnis angegeben werden.

Wir lehnen die vorgeschlagenen Änderungen aus den folgenden Gründen ab:

- Die geltende Regelung hat sich bewährt. Es besteht keinerlei Anlass für eine Änderung.
- Die Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist eine Stellungnahme des Verwaltungsrates und nicht des Verordnungsgebers. Es geht nicht an, dass der Verordnungsgeber dem Verwaltungsrat eine Ja/Nein-Entscheidung vorgibt, die der Verwaltungsrat unter Umständen so nicht tragen kann.
- Der Entwurf beruht auf der Annahme, dass in zweifelhaften Fällen stets die einen Mitglieder des Verwaltungsrates das Angebot unterstützen und die anderen Mitglieder das Angebot ablehnen. Diese Annahme ist gestützt auf unsere Beratungspraxis nicht zutreffend. Regelmässig herrschen eindeutige Verhältnisse bzw. Einstimmigkeit. Bei unklaren Verhältnissen sind die Mitglieder oft in sich selbst unentschieden und können sich selbst zu keiner Empfehlung durchringen. In solchen Fällen muss es dem Verwaltungsrat möglich sein, sich einer Empfehlung zu enthalten. Jene Fälle, in welchen die einen Mitglieder das Angebot unterstützen und die anderen Mitglieder das Angebot ablehnen, sind in unserer Erfahrung sehr selten.
- Abstimmungsergebnisse sind Interna des Verwaltungsrates und sollen es bleiben. Die Information ist für die Angebotsempfänger irrelevant.

▪ **Art. 29 Abs. 4: Elemente, welche die Stellungnahme beeinflusst haben**

Der Entwurf sieht in Art. 29 Abs. 4 vor, dass im Bericht des Verwaltungsrates «*alle*» – anstatt wie bisher «*alle wesentlichen*» – Elemente anzugeben sind, welche die Stellungnahme beeinflusst haben. Gemäss Erläuterungen soll die Wesentlichkeit dem Aktionär überlassen bleiben.

Wir lehnen die vorgeschlagenen Änderungen aus den folgenden Gründen ab:

- Wiederum hat sich die geltende Regelung bewährt und es besteht kein Anlass für eine Änderung.
- "Alles" ist theoretisch unlimitiert. Möglicherweise handelt es sich um Hunderte von Elementen, die man bei wörtlicher Auslegung wird aufzählen müssen, anstatt sie auf das Wesentliche zu reduzieren.
- Es besteht die Gefahr, dass die Verwaltungsratsberichte im Umfang stark anwachsen, weil jeder Verwaltungsrat mit möglichst detaillierter Information sicherstellen möchte, dass die vorgeschlagene neue Vorschrift, sollte sie so umgesetzt werden, eingehalten wird.
- Es droht damit eine kontraproduktive Überinformation.
- Auch der Anbieter muss nur diejenigen Informationen in den Angebotsprospekt aufnehmen, welche für die Entscheidung der Aktionäre wesentlich sind (Art. 17 Abs. 1 E-UEV). Es ist nicht ersichtlich, weshalb für den Bericht des Verwaltungsrates etwas anderes gelten sollte.

▪ **Art. 32 Abs. 3: Aufschaltung des Verwaltungsratsberichts auf der UEK-Website**

Vgl. die Ausführungen zu Art. 6 Abs. 2 und Art. 18 Abs. 2 E-UEV oben.

▪ **Art. 32 Abs. 4 neu: Publikation Fairness Opinion und Zwischenabschluss**

Wir schlagen vor, die geltende Praxis betreffend Publikation der Fairness Opinion und eines allfällig erforderlichen Zwischenabschlusses (s. Erläuterungen zu Art. 33 Abs. 4) in Art. 32 Abs. 4 E-UEV ausdrücklich zu regeln. Der jetzige Art. 32 Abs. 4 E-UEV würde dadurch zu Abs. 5:

«<sup>4</sup> Die Beurteilung eines Dritten gemäss Artikel 29 Absatz 5 und ein allenfalls notwendiger Zwischenabschluss der Zielgesellschaft müssen nicht veröffentlicht werden. Im Bericht muss jedoch darauf hingewiesen werden und es ist der Ort anzugeben, an welchem sie rasch und kostenlos bezogen werden können.»

## 7. SIEBTES KAPITEL – ABWEHRMASSNAHMEN DER ZIELGESELLSCHAFT

### ▪ **Art. 35 Abs. 2 lit. a: Verkauf oder Erwerb von Vermögenswerten**

Art. 35 Abs. 2 lit. a E-UEV sieht vor, das Verbot von Abwehrmassnahmen auf den Verkauf oder den Erwerb von Vermögenswerten zu erweitern, die zwar nicht 10% der Bilanzsumme ausmachen, aber einen wesentlichen Beitrag zu Umsatz, Gewinn oder Cash Flow leisten. Grundsätzlich ist diese Erweiterung zu begrüssen. Allerdings erscheint uns aus Gründen der Rechtssicherheit für die betroffene Zielgesellschaft und deren Geschäftspartner unerlässlich, eine betragsmässige Grenze für die Wesentlichkeit vorzusehen. Eine Grenze von 10% erachten wir auch für diese Kenngrössen als sinnvoll. Ausserdem sollte sicher gestellt werden, dass die Gesellschaft durch das erweiterte Verbot nicht in ihrer normalen Geschäftstätigkeit eingeschränkt wird, was z.B. dadurch erreicht werden kann, dass nur die Veräusserung bzw. der Erwerb von Gegenständen des Anlagevermögens untersagt wird. Schliesslich ist der Begriff «Verkauf» durch den allgemeinen Begriff «Veräusserung» zu ersetzen (analog «Erwerb»).

Aus diesen Überlegungen schlagen wir die folgende Formulierung von Art. 35 Abs. 2 lit. a vor:

«a. die Veräusserung oder der Erwerb von Vermögenswerten mit einem Wert oder zu einem Preis, der mehr als 10 Prozent der Bilanzsumme entspricht, sowie die Veräusserung oder der Erwerb von Vermögenswerten des Anlagevermögens, welche mehr als 10 Prozent zum Umsatz, Gewinn oder Cash Flow beitragen (jeweils auf der Basis des letzten, gegebenenfalls konsolidierten Jahres- oder Zwischenabschlusses);»

### ▪ **Art. 35 Abs. 2 lit. d: Ausgabe von Obligationen**

Die Terminologie «Wandel- oder Optionsrechte» sollte in Art. 35 Abs. 2 lit. d E-UEV beibehalten werden. Auch das Obligationenrecht spricht von Obligationen mit Wandel- oder Optionsrechten (s. z.B. Art. 653 ff. OR). «Obligationen mit Finanzinstrumenten» gibt es nicht.

- **Art. 35 Abs. 2 lit. e: Handel mit eigenen Beteiligungspapieren**

Gemäss Art. 35 Abs. 2 lit. e E-UEV soll neu auch der Handel mit eigenen Beteiligungspapieren, Tauschpapieren sowie darauf bezogenen Finanzinstrumenten ungeachtet des Werts oder Preises als verbotene Abwehrmassnahme gelten. Die Zielgesellschaft soll sich während des Angebots neutral verhalten.

Grundsätzlich begrüssen wir den Vorschlag. Käufe und Verkäufe eigener Beteiligungspapiere können, auch wenn sie wertmässig nicht ins Gewicht fallen, dazu führen, dass der Anbieter eine für ihn wesentliche Schwelle für die Erlangung der Kontrolle (z.B. 66⅔%) oder für einen *Squeeze-out* (90% oder 98%) knapp verfehlt. Allerdings schlagen wir vor, die im Entwurf gewählte Terminologie («Handel») zu ersetzen. Sie impliziert regelmässige Kaufs- und Verkaufsaktivitäten und könnte zur Folge haben, dass z.B. ein einmaliger Verkauf von Aktien zu einem Preis von 9% der Bilanzsumme nicht erfasst ist. Auf der anderen Seite ist es unseres Erachtens angebracht, hier ausdrücklich zu bestätigen, dass das Verbot nicht gilt, wenn die Zielgesellschaft vorbestehende Verpflichtungen erfüllt, wie z.B. unter Mitarbeiteroptionsplänen oder Wandelanleihen. Wir schlagen die folgende Formulierung von Art. 35 Abs. 2 lit. e UEV vor:

*«e. die Veräusserung oder der Erwerb von eigenen Beteiligungspapieren oder von Effekten der Gesellschaft, deren Effekten zum Tausch angeboten werden, sowie von Finanzinstrumenten, die sich darauf beziehen, soweit nicht Verpflichtungen erfüllt werden, namentlich im Zusammenhang mit ausstehenden Mitarbeiteroptionen oder Wandelanleihen, die vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung eingegangen wurden;»*

- **Art. 35 Abs. 2 lit. f neu: Ausgabe von Optionen**

Die Ausführungen zu Art. 35 Abs. 2 lit. e E-UEV gelten auch für Optionen, insbesondere Mitarbeiteroptionen. Bereits durch die Ausgabe einer vergleichsweise geringen Anzahl von Optionen kann die Zielgesellschaft erreichen, dass der Anbieter eine für ihn wesentliche Schwelle verfehlt bzw. eine anfänglich zwar erreichte Schwelle nachträglich wieder unterschreitet, weil die Optionsrechte nach dem Vollzug des Angebots ausgeübt werden. Aus diesem Grund schlagen wir vor, einen neuen Art. 35 Abs. 2 lit. f in die Übernahmeverordnung aufzunehmen mit dem folgenden Wortlaut:

«e. die Ausgabe bzw. Einräumung von Rechten zum Erwerb von eigenen Beteiligungspapieren, namentlich die Ausgabe bzw. Einräumung von Wandel- und Optionsrechten.»

## 8. ACHTES KAPITEL – MELDUNG VON TRANSAKTIONEN

Keine Bemerkungen.

## 9. NEUNTES KAPITEL – VERÖFFENTLICHUNG DES ERGEBNISSES

- **Art. 43 Abs. 1 und Art. 46 Abs. 2: Aufschaltung auf der Website der UEK**

Vgl. die Bemerkungen zu Art. 6 Abs. 2 und Art. 18 Abs. 2 E-UEV oben.

## 10. ZEHNTES KAPITEL – KONKURRIERENDE ANGEBOTE

- **Art. 49 Abs. 1: Zeitpunkt des konkurrierenden Angebots**

Die vorgeschlagene Regelung, wonach die Voranmeldung zur Fristwahrung für ein konkurrierendes Angebot ausreicht, ist zu begrüßen. Man muss sich aber fragen, ob die Verschiebung des letztmöglichen Zeitpunkts auf den letzten Börsentag der Angebotsfrist des vorhergehenden Angebots sinnvoll ist. Sie dürfte die Angebotsempfänger dazu verleiten, ihre Andienungen noch länger hinauszuzögern als dies bisher der Fall war, was evtl. dazu führt, dass Angebote vermehrt nicht zustande kommen oder dass der abwickelnden Bank vermehrt Zählfehler unterlaufen. Wenn man, wie im Entwurf vorgesehen, die Voranmeldung genügen lässt, erscheint es uns sachgerecht und ausreichend, dass konkurrierende Angebote wie bisher bis zum drittletzten Börsentag der Angebotsfrist des vorhergehenden Angebots unterbreitet werden können.

## 11. ELFTES KAPITEL – VERFAHREN

- **Art. 54 Abs. 3: Parteistellung von Aktionären**

Die Bestimmung von Art. 54 Abs. 3 E-UEV wiederholt den Wortlaut von Art. 33b Abs. 3 nBEHG. Danach haben Aktionäre mit mindestens 2 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, Parteistellung, wenn sie diese bei der Übernahmekommission beanspruchen.

Die Frage stellt sich, ob legitimierte Aktionäre die Parteistellung im Rahmen jeder Verfügung innerhalb eines einheitlichen Übernahmeverfahrens beanspruchen können, oder ob sie sich zu Beginn des Verfahrens – anlässlich der ersten Verfügung – entscheiden müssen, ob sie dem Verfahren beitreten, und danach keine Parteistellung mehr beanspruchen können. Die Frage ist insbesondere bei unfreundlichen und konkurrierenden Angebotsszenarien von Bedeutung, in welchen regelmässig viele Empfehlungen (bzw. neu: Verfügungen) erlassen werden.

Soweit die UEK in hängigen Übernahmeverfahren eigenständig anfechtbare Verfügungen i.S.v. Art. 5 VwVG erlässt, ist wohl anzunehmen, dass legitimierte Minderheitsaktionäre jeweils Parteistellung werden beanspruchen können (vgl. zum Parteibegriff auch Art. 6 VwVG). Es drängt sich nicht auf, dies in Art. 54 Abs. 3 E-UEV ausdrücklich zu regeln. Es ist jedoch darauf zu achten, dass durch die verschiedenen Interventionsmöglichkeiten das Verfahren führbar bleibt (vgl. in diesem Zusammenhang die vorgeschlagenen neue Bestimmung in Art. 63 und die Bemerkungen zu Art. 64 E-UEV unten).

▪ **Art. 55 Abs. 5 und 6: Elektronische Eingaben; elektronische Zustellung**

Art. 55 Abs. 5 und 6 E-UEV halten fest, dass Rechtsschriften auf elektronische Weise eingereicht und Verfügungen auf elektronische Weise eröffnet werden können. Die Regelung ist zu begrüßen. Sie entspricht bewährten Gepflogenheiten unter geltendem Recht. Im Übrigen gehen wir davon aus, dass eine elektronische Signatur im Unterschied zum ordentlichen Verwaltungsverfahren, wo dies explizit vorausgesetzt ist (Art. 34 Abs. 1<sup>bis</sup> VwVG), in Übernahmeverfahren nicht vorgeschrieben ist bzw. wird.

▪ **Art. 60 und 61: Verfahren zur Prüfung des Berichts des Verwaltungsrates und von Änderungen von Angebotsdokumenten**

Die vorgeschlagene Regelung von Art. 60 E-UEV (Prüfung der Voranmeldung und des Prospekts vor Veröffentlichung), Art. 61 E-UEV (Prüfung nach Veröffentlichung) und Art. 64 E-UEV (Einsprache von Aktionären) erachten wir als eine gelungene Umsetzung des Verwaltungsverfahrensrechts auf Übernahmeverfahren. Allerdings ist unseres Erachtens sowohl in Art. 60 E-UEV als auch in Art. 61 E-UEV auch noch die Prüfung des Berichts des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zu regeln. Bislang fehlen dazu Bestimmungen. Ferner sollten auch Änderungen der Angebotsdokumente angesprochen werden. Eine mögliche Formulierung könnte z.B. wie folgt lauten:

«Art. 60 Vorgängige Prüfung des Angebots bzw. des Berichts des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

<sup>1</sup> Der Anbieter kann der Übernahmekommission den Entwurf einer Voranmeldung oder eines Angebotsprospektes vor der Veröffentlichung zur Prüfung unterbreiten. Gleiches gilt für Änderungen bzw. Ergänzungen einer Voranmeldung oder eines Angebotsprospekts.

<sup>2</sup> Die Zielgesellschaft kann der Übernahmekommission den Entwurf des Berichts des Verwaltungsrates zu einem Angebot vor der Veröffentlichung zur Prüfung unterbreiten. Gleiches gilt für Änderungen bzw. Ergänzungen.

<sup>3</sup> Die Übernahmekommission eröffnet ein Verfahren und lädt die Zielgesellschaft (im Fall einer Prüfung gemäss Absatz 1) bzw. den Anbieter (im Fall einer Prüfung gemäss Absatz 2) zur Stellungnahme ein. Die Übernahmekommission erlässt nach Anhörung der Beteiligten eine Verfügung nach Artikel 3.

Art. 61 Nachträgliche Prüfung des Angebots bzw. des Berichts des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

<sup>1</sup> Wird die Voranmeldung oder der Angebotsprospekt des Anbieters oder der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft oder eine Änderung oder Ergänzung solcher Dokumente ohne vorgängige Prüfung veröffentlicht, so eröffnet die Übernahmekommission ein Verfahren und lädt die Parteien zur Stellungnahme ein.»

[Abs. 2 und 3 unverändert.]

Durch die hier vorgeschlagene Regelung sollten unseres Erachtens die meisten denkbaren Szenarien im Zusammenhang mit der Prüfung der Voranmeldung, des Prospekts und des Berichts des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft abgedeckt sein:

- Freundliche Szenarien, in welchen der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft Bestandteil des Prospekts ist;
- Unfreundliche Szenarien, in welchen die Zielgesellschaft eine Prüfung des Verwaltungsratsberichts durch die UEK vor Publikation wünscht (Art. 60) oder aber, was die Regel sein dürfte, den Bericht sogleich publiziert und auf eine vorgängige Prüfung verzichtet (Art. 61); sowie
- Konkurrierende Angebote.

- **Art. 61 Abs. 2: Verfahrensbeitritt von legitimierten Aktionären**

Gemäss Art. 61 Abs. 2 E-UEV muss der Antrag eines Aktionärs, der am Verfahren betreffend Prüfung einer noch nicht geprüften Voranmeldung oder eines noch nicht geprüften Angebotsprospekts teilnehmen möchte, innerhalb von 4 Börsentagen nach der Veröffentlichung des Angebotsprospekts bei der Übernahmekommission eingehen.

Die kurze Frist – *de facto* beträgt sie gestützt auf Art. 8<sup>bis</sup> E-BEHV-FINMA 5 Börsentage – ist zu begrüssen. Sie steht auch in Einklang mit der fünftägigen Anfechtungsfrist gemäss Art. 33c nBEHG.

In redaktioneller Hinsicht schlagen wir vor, «innert» durch «*innerhalb von*» zu ersetzen (vgl. auch Art. 64 Abs. 2 und 3 E-UEV). Ausserdem müsste die Frist wohl bereits mit der Voranmeldung zu laufen beginnen, falls in Bezug auf die Voranmeldung ein eigenständiges Verfahren durchgeführt wird, wie dies unter geltendem Recht manchmal der Fall ist.

- **Art. 63 neu: Generalklausel betreffend übrige Verfahren**

Der Entwurf regelt die spezifischen Verfahren betreffend den Erlass von Verfügungen im Zusammenhang mit Angebotsdokumenten (Art. 60 und Art. 61 E-UEV, vgl. dazu oben) und betreffend die Angebotspflicht bzw. Ausnahmen davon (Art. 62 E-UEV). Er enthält jedoch keine Regelung des Verfahrens zum Erlass von anderen Verfügungen. Gerade in unfreundlichen oder konkurrierenden Angebotsszenarien ist jedoch mit vielen Verfügungen zu rechnen, die nicht im Zusammenhang mit einem Angebotsdokument (bzw. der Angebotspflicht oder einer diesbezüglichen Ausnahme) ergehen, sondern andere Fragestellungen betreffen. Unseres Erachtens drängt es sich auf, im Sinne einer Generalklausel festzuhalten, dass die UEK in solchen nicht spezifisch geregelten Verfahren eine Verfügung erlässt, ohne die legitimierten Aktionäre vorgängig zum Verfahrensbeitritt einzuladen oder anzuhören. Das rechtliche Gehör wird in diesen Fällen mit dem Einspracherecht gemäss Art. 64 E-UEV gewahrt. Die Vorschrift könnte z.B. als Art. 63 in die UEV aufgenommen werden (wobei die jetzigen Art. 63 ff. entsprechend verschoben würden) und wie folgt lauten:

«Art. 63 Übrige Verfahren

«In den übrigen Verfahren erlässt die Übernahmekommission ihre Verfügungen gemäss Artikel 3 in der Regel ohne vorgängige Anhörung der verfahrenslegitimierten Aktionäre (Artikel 54 Absatz 3). Es gilt Artikel 64.»



Durch die Formulierung «in der Regel» erhält die UEK Flexibilität. So kann sie z.B. in einem Übernahmekampf die ihr bekannten legitimierten und interessierten Aktionäre, die bereits in früheren Stadien (z.B. nach Art. 61 E-UEV) teilgenommen haben, vor dem Erlass der Verfügung einladen, Parteistellung zu beanspruchen.

- **Art. 64 Abs. 1: Einspracherecht von legitimierten Aktionären**

Wir schlagen die folgenden redaktionellen Änderungen von Art. 64 Abs. 1 E-UEV vor:

«<sup>1</sup> Aktionäre mit mindestens 2 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, welche am Verfahren vor der Übernahmekommission *betreffend Erlass einer Verfügung* nicht teilgenommen haben, können Einsprache *gegen die Verfügung* erheben.»

- **Art. 64 Abs. 4 neu: Einsprachefrist in übrigen Verfahren**

Wir schlagen vor, für die in der Verordnung nicht spezifisch geregelten Verfahren vorzusehen, dass die legitimierten Aktionäre in der Regel nicht vor dem Erlass der Verfügung angehört werden (vgl. Art. 63 neu oben). Das rechtliche Gehör wird durch das Einspracherecht gemäss Art. 64 Abs. 1 E-UEV gewahrt. Für diese Verfahren gilt es, die Einsprachefrist spezifisch zu regeln. Die Vorschrift könnte z.B. als Art. 64 Abs. 4 in den Verordnungstext eingefügt werden und wie folgt lauten:

«<sup>4</sup> *In den übrigen Verfahren (Artikel 63) hat die Einsprache gegen eine Verfügung innerhalb von vier Börsentagen nach der Veröffentlichung der Verfügung auf der Internet-Website der Übernahmekommission bei der Übernahmekommission einzu-gehen.*»

Durch den Einschub werden die Absätze 4 und 5 des Entwurfs zu Abs. 5 und 6.

Die Frage stellt sich, ob die Eröffnung von Verfügungen mittels Publikation auf dem Internet ausreichend ist und keine Verletzung des Grundsatzes des rechtlichen Gehörs darstellt. Immerhin verlangt Art. 36 VwVG die Publikation in einem amtlichen Blatt, z.B. dem SHAB. Unseres Erachtens ist in Übernahmeverfahren eine amtliche Publikation nicht sachgerecht und kann nicht vorausgesetzt werden. Die Website der UEK hat sich als Publikationsort in Übernahmeverfahren etabliert und ist allgemein bekannt. Amtliche Blätter, wie z.B. das SHAB, sind im Zusammenhang mit Übernahmeverfahren irrelevant. Sie werden von den interessierten Aktionären und anderen Marktteilnehmern nicht beobachtet. Hinzu kommt, dass eine amtliche Publikation einen erhebli-

chen Zeitverlust von einigen Börsentagen mit sich bringen könnte. Daher erscheint eine Eröffnung von Verfügungen in den "übrigen Verfahren" (vgl. zu Art. 63 oben) als sachgerecht und mit dem Gehörsanspruch vereinbar. Die Rechtsgrundlage für den Erlass einer entsprechenden Vorschrift findet sich auf Gesetzesstufe in Art. 28 lit. g nBEHG (vgl. dazu auch Botschaft FINMAG, Sonderdruck, S. 2904).

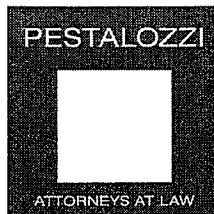
Gerne hoffen wir, dass Sie unsere Kommentare und Hinweise hilfreich finden werden. Bei Fragen oder Bemerkungen stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

  
Rudolf Tschäni

  
Jacques Iffland

  
Hans-Jakob Diem



Per e-mail:  
thomas.hess@ebk.admin.ch  
Eidg. Bankenkommission  
(EBK)  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
3001 Bern

Zürich, 4. August 2008

map181\_20080804\_Stellungnahme BEHV-FINAM UEV\_cza.docx

## **Stellungnahme zu den Entwürfen BEHV-FINMA und UEV**

Sehr geehrter Herr Hess

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 20. Juni 2008 und unterbreiten unten unsere Kurzstellungnahme:

### **1.1 Grundsätzliches**

Wir begrüßen einen Grossteil der vorgeschlagenen Änderungen. Insgesamt finden wir die vorgeschlagenen Änderungen klar und sinnvoll. Sie zeigen, dass sich der Verordnungsgeber mit Sorgfalt und viel Sachkenntnis mit den anstehenden Themen befasst hat.

Wenn unsere Stellungnahme im folgenden dennoch vornehmlich Kritik äussert, dann liegt das einzig daran, dass wir nur von uns nicht begrüßte Änderungen erwähnen und nicht jedes Mal, wo wir Vorschläge begrüßen, dies gesondert festhalten.

## 2. BEHV-FINMA

### 2.1 Art. 13 BEHV-FINMA

Das angestrebte Ziel – mehr Klarheit über die Beteiligungsverhältnisse – kann u.E. mit der Regelung nicht wirklich erreicht werden. Zudem fehlt es an einem klaren gesetzlichen Auftrag, Finanzinstrumente generell einer Meldepflicht zu unterstellen. Die Regulierungswut des Gesetzgebers wird nun extensiv ausgelegt, so dass auch der Verordnungsgeber seine Regulierungswut ausleben kann. Das hilft wenig. Die vorgeschlagenen Regelungen verunsichern den anständigen Bürger nur. Dem „Schlaumeier“, der mittels Lücken das Gesetz umgehen will, zeigen sie nur etwas an, was so oder so gilt: Umgehungen sind nicht zulässig. U.E. sollte man daher Art. 13 nicht verschlimmbessern.

Falls aber auf eine Änderung nicht verzichtet werden kann, schlagen wir vor, dass folgende Punkte klargestellt werden:

- In Art. 13 Abs. 2 am Anfang könnte man meinen, dass das blosses Halten von Finanzinstrumenten eine Meldepflicht auslöst. Dies würde zu einer Dauermeldung führen und ist wohl nicht so gemeint. U.E. müsste der Absatz wie folgt lauten: „Der Meldepflicht unterstehen zudem der Erwerb, die Veräusserung oder das Schreiben von Finanzinstrumenten ...“. Der Hinweis auf das Halten von Finanzinstrumenten braucht es u.E. nur im zweiten Teil.
- Art. 13 Abs. 4 ist zu streichen. Er wirft mehr Fragen auf, als er Antworten gibt. Wir anerkennen die Schwierigkeiten, wie sie im Erläuterungsbericht aufgeführt sind. Wir denken dennoch, dass eine generell abstrakte Norm entweder mehr Klarheit schaffen muss oder sonst besser weggelassen wird. Die vorgeschlagene Formulierung schafft nicht mehr Klarheit. Insbesondere ist nicht klar, ob damit einfach nur Missbrauchstatbestände im Vorfeld von öffentlichen Kaufangeboten erfasst werden sollen oder ob auch an andere Tatbestände darunter fallen. U.E. kann es sich bei dieser Regel nur um Missbrauchstatbestände handeln; diese müssen nicht zusätzlich geregelt werden und es kann im Hinblick auf diese auch keine Freigrenze gelten.

### 2.2 Art. 39 Abs. 2 und 3

Gemäss dem neuen Art. 39 Abs. 2 ist ein Tauschangebot nur noch zulässig, wenn der das Pflichtangebot auslösende Erwerb nicht durch Barzahlung erfolgt ist. Dies ist eine Abkehr von der bisherigen Regelung, die vom Verordnungsgeber überhaupt nicht begründet wird. Es wird einzig festgehalten, dass ein Tausch gegen Beteiligungspapiere dann nicht mehr möglich sein soll, wenn ein vorausgegangener Erwerb gegen Barzahlung stattgefunden hat. Dazu haben wir folgende Bemerkungen:

- Eine klare gesetzliche Grundlage fehlt, um die Anbieter auf Verordnungsstufe derart in ihrer Transaktionsfreiheit einzuschränken. Das BEHG sieht einzig vor,

dass der Angebotspreis nicht mehr als 25% unter dem höchsten Preis, der im Rahmen von vorausgegangenen Erwerben bezahlt wurde, liegen darf. Eine weitere Gleichstellung sieht das Gesetz nicht vor.

- Die Bestimmung hilft dem Angebotsempfänger nicht; vielmehr schadet sie ihm. Sie führt nur zu mehr Unsicherheit und damit dazu, dass weniger Angebote lanciert werden, bei denen der Angebotsempfänger eine Prämie erhält (sei dies nun in Effekten oder in bar).
- Zudem ist die Bestimmung nicht praktikabel. Sie stellt nämlich auf den das Pflichtangebot auslösenden vorausgegangenen Erwerb ab. Da dies aber in der Regel der Eigentumserwerb ist, wäre in gewissen Fällen erst während des Angebots klar, welcher Erwerb das Pflichtangebot auslöst. Zudem könnte der Anbieter wohl mittels Festlegung des Vollzugszeitpunkts steuern, welcher vorausgegangene Erwerb das Pflichtangebot auslöst.
- Im übrigen müsste noch klargestellt werden, ob die vorgeschlagene Gleichstellung des Angebotsempfängers mit dem vorausgegangenen Erwerber nur im Hinblick auf Barzahlungen gilt oder auch mit Bezug auf verschiedene Effekten. D.h. es stellt sich die Frage, ob der Anbieter, der im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs mit Effekten A bezahlt und den Angebotspreis im Rahmen des Pflichtangebots mit Effekten B abgelten will, gemäss dieser neuen Bestimmung dem Angebotsempfänger im Rahmen des Pflichtangebots auch noch ein Wahlrecht auf Effekten A einräumen muss.

Zusammenfassend ist daher festzuhalten, dass Art. 39 Abs. 2 klar einen Rückschritt darstellt und daher nicht eingefügt werden sollte. Demgegenüber ist u.E. der vorgeschlagene Art. 39 Abs. 3 zu begrüßen.

### **3. revUEV**

#### **3.1 Art. 4 Abs. 2 revUEV**

Die Praxis der UEK zu den Aktienrückkäufen sollte nicht in der Verordnung festgeschrieben werden. Es sollte zuerst nochmals geprüft werden, ob es wirklich sinnvoll ist, Aktienrückkäufe im Rahmen des Übernahmerechts zu regeln.

#### **3.2 Art. 10 revUEV**

Nachdem neu von Finanzinstrumenten gesprochen wird (Art. 2 Abs. 2 revUEV), sollte u.E. klargestellt werden, dass auch Finanzinstrumente best price rule relevant sein können. Neben den Beteiligungspapieren müssten auch die Finanzinstrumente erwähnt werden.

#### **3.3 Art. 11 Abs. 2 UEV**

Diese Bestimmung sollte nicht gestrichen werden. In Anbetracht des nur schwierig zu konkretisierenden Begriffs des „Handelns in gemeinsamer Absprache“, ist es wichtig, dass diese Klar-

stellung bleibt.

### 3.4 Art. 13 revUEV

Auf die Anpassungen sollte verzichtet werden, wenn damit eine (gegenüber der heutigen Praxis) strengere Zulassung von Bedingungen bezweckt wird. Die Praxis der UEK zu den Bedingungen hat sich bewährt und muss nicht angepasst werden. Es ist wichtig, dass Bedingungen grosszügig zugelassen werden. Jede weitere Einschränkung wird dazu führen, dass noch weniger Anbieter, ein Angebot, das sie ja bekanntlich endgültig verpflichtet, unterbreiten werden.

Die Änderungen schaffen nur Unsicherheiten. Es ist nicht mehr klar, welche Bedingungen noch zulässig sind. Jedenfalls ist der Begriff „überwiegendes Interesse“ mit Gehalt zu füllen. Zudem ist klar festzuhalten, dass das Interesse bei aufschiebenden Bedingungen weniger hohe Anforderungen erfüllen muss, als bei auflösenden Bedingungen, über deren Eintritt während einer langen Zeit keine Klarheit besteht. Weiter müsste klargestellt werden, wessen Interessen gegeneinander abzuwägen sind; die Interessen des Anbieters gegenüber den Interessen der Angebotsempfänger und der Zielgesellschaft und allenfalls anderer Anbieter? Falls Änderungen vorgenommen werden, dann müsste als Begleitmassnahme die UEK in einer Mitteilung klarstellen, inwieweit die bisherige Praxis noch gilt und inwieweit sie mit der neuen Verordnung geändert wird.

### 3.5 Art. 19 Abs. 1 lit. (h) revUEV

Die Bestimmung ist zu breit gefasst. Mindestens sollte ein Massstab gegeben werden, was relevante Information ist. Zudem sollte sichergestellt werden, dass der Anbieter nur Angaben zu Tatsachen machen muss, die ihm bekannt sind; so z.B. wie folgt:

„h. alle weitere für die Beurteilung des Angebots wesentlichen Tatsachen, soweit der Anbieter über diese gesicherte Kenntnis hat.“

### 3.6 Art. 20 Abs. 1 revUEV

Das Wort „präzise“ ist zu streichen. Der Angebotsempfänger muss die Finanzierung nicht in ihren Details kennen. Weil nicht alle Details der Finanzierung offen gelegt werden können, wird die Finanzierung ja gerade von der Prüfstelle überprüft. Der Anbieter würde mit der neuen Vorschrift regelmässig gezwungen, Geschäftsgeheimnisse zu offenbaren.

### 3.7 Art. 24 Abs. 5 und Abs. 6 revUEV

Diese Bestimmung ist zu streichen. Sie führt dazu, dass an Übernahmen viel höhere Anforderungen gestellt werden als etwa an Fusionen. Der einzige Effekt dieser Bestimmung ist, dass weniger Transaktionen durchgeführt werden können. Der Ordnungsgeber erreicht nur einen geringen Schutz der Angebotsempfänger, verhindert aber viele für die Angebotsempfänger interessante Transaktionen. Es ist dem anwendbaren Börsenrecht der auszubehandelnden Effekten zu überlassen, ob eine pro forma-Rechnung erstellt werden muss. Dies erlaubt viel angemessenere Lösungen. Übernimmt z.B. eine Gesellschaft mit grosser Börsenkapitalisierung eine kleine Gesellschaft und wird der Angebotspreis mit Aktien der grossen Gesellschaft abgegolten, dann

ist die Transaktion für den Wert der Aktien der grossen Gesellschaft wenig relevant und es macht wenig Sinn, die Transaktion mit der Anforderung von pro forma- Rechnungen zu belasten.

In Abs. 6 ist am Anfang aus Konsistenzgründen, der gleiche Wortlaut wie in Abs. 2 zu verwenden.

### **3.8 Art. 25 Abs. 2 revUEV**

Die vorgeschlagene Bestimmung trägt nichts zur Lösung des Problems – Unabhängigkeit der Prüfstelle - bei. Da es in der Schweiz nur wenige Anbieter von Prüfstelle-Leistungen gibt, wäre es besser, wenn klargestellt würde, was (chinese walls) vorgekehrt werden muss, dass die Unabhängigkeit gewährleistet werden kann, etwa wie folgt:

„Die Prüfstelle stellt sicher, dass die bei ihr mit der Prüfung des Angebots befassten Personen ihre Prüfungsarbeit frei von irgendwelchen Interessenkonflikten, die sich aufgrund von anderen Tätigkeiten der Prüfstelle ergeben können, durchführen können.“

### **3.9 Art. 26 Abs. 1 und 28 Abs. 2 revUEV**

Es ist klarzustellen, dass die Prüfstelle nur Verfügungen der UEK im konkreten Fall berücksichtigen muss. Es geht nicht an, dass einer nicht richterlichen Stelle die Aufgabe überbunden wird, zu prüfen, ob alle Verfügungen der UEK eingehalten sind. Dies würde eine Rechtsfortbildung stark erschweren.

Ebenso ist auf die Änderung in Art. 26 Abs. 1 lit. (c) zu verzichten. Sie überfordert die Prüfstelle bei ausländischen Emittenten.

### **3.10 Art. 29 Abs. 4 revUEV**

Die Änderung ist nicht sinnvoll. Es macht keinen Sinn, dass der Bericht mit Informationen angehäuft wird, die nicht wesentlich sind und es, wie der Kommentar sagt, es dem Angebotsempfänger überlassen bleibt, zu entscheiden, was wesentlich ist. Dies kann nicht im Interesse der Angebotsempfänger sein.

### **3.11 Art. 35 Abs. 2 lit. e revUEV**

Das Verbot ist grundsätzlich zu begrüssen. Allerdings sollten unwesentliche Transaktionen zugelassen bleiben.

### **3.12 Art. 51 revUEV**

Es ist klarzustellen, dass die Frist in Art. 51 als lex specialis der Frist gemäss Art. 15 vorgeht.


### **3.13 Art. 66 Abs. 5 revUEK**

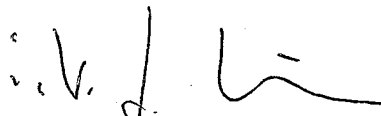
Da es erwünscht ist, dass sich Minderheitsaktionäre aktiver um ihre Rechte kümmern, sollten ihnen nur Kosten auferlegt werden dürfen, wenn sie in ungerechtfertigter Weise besondere Arbeit verursachen.

#### 4. Zusammenfassung

Von allen kritisierten Punkten sind uns die unter Ziff. 2.2 (vorausgegangener Erwerb und Tauschangebote), 3.4 (Bedingungen) 3.6 (Angaben zur Finanzierung) und 3.7 (pro-forma Rechnung bei Tauschangeboten) aufgeführten Punkte am wichtigsten. Sie sind aus der Sicht eines möglichst gut funktionierenden Unternehmenskontrollmarkts entscheidend.

Freundliche Grüsse

  
Jakob Höhn

  
Severin Roelli



Eidgenössische Bankenkommision  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
CH-3001 Bern

[thomas.hess@ebk.admin.ch](mailto:thomas.hess@ebk.admin.ch)

Basel, 4. August 2008  
A.33.4 / CWI/ISE

## FINMA-Börsenverordnung (BEHV-FINMA) und Übernahmeverordnung (UEV)

Sehr geehrter Herr Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 20. Juni 2008, mit dem Sie uns die Entwürfe der neuen BEHV-FINMA und UEV zur Stellungnahme unterbreitet haben. Für die Gelegenheit, uns aus der Sicht der Finanzwirtschaft hiezu äussern zu können, danken wir Ihnen und hoffen auf die wohlwollende Berücksichtigung unserer nachstehend begründeten Anliegen.

### Das Wichtigste zur BEHV-FINMA

Grundsätzlich begrüssen wir die **verbesserte Transparenz** bei der Offenlegung von Beteiligungen. Deshalb sind wir an einer klaren und sauberen Regelung interessiert, die praktikabel umgesetzt werden kann.

Die Neuregelung der Meldepflicht (v.a. in Art. 12 und 13 E-BEHV-FINMA) bringt für unsere Mitglieder einen **grossen Umstellungsbedarf**. Die Erfassung der meldepflichtigen Vorgänge wird automatisiert zu erfolgen haben. Je nach Institut wird dafür - aller Voraussicht nach - mehr Zeit nötig sein als vorgesehen. Deshalb schlagen wir ein Inkrafttreten am 1. Juli 2009 vor (Art. 50 E-BEHV-FINMA).

Die BEHV-FINMA ist unseres Erachtens noch eindeutiger, als es der Entwurf vorsieht, am **Leitbild von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> des Börsengesetzes** („Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“) auszurichten (Art. 13 Abs. 2-4 E-BEHV-FINMA). Das gilt umso mehr, als die Strafdrohung in Art. 41 BEHG zumindest auf Verordnungsebene die Herstellung einer gewissen Bestimmtheit des Tatbestandes verlangt.

Auch erscheint uns die **Gleichbehandlung der Sicherungsübereignung mit SLB- und Repo-Geschäften verfehlt** (Art. 12 und 16a Abs. 1 Bst. b E-BEHV-FINMA). Stattdessen sollte - z.B. nach britischem Vorbild - für alle Sicherungsgeschäfte (Collaterals) eine Ausnahme von der Meldepflicht gelten (neuer Art. 16a Abs. 1 Bst. d E-BEHV-FINMA).

Nachdem die Verordnung - gestützt auf Art. 20 BEHG - einen ausserordentlich hohen Grad an Komplexität ins Melderecht gebracht hat und weiterhin bringen wird, ist aus unserer Sicht eine **Grenze der Verhältnismässigkeit** erreicht. Das gilt bspw. auch bei Transaktionen in eigenen Effekten, wo die heutige Frist von 4 plus 2 Tagen künftig erst recht nötig sein wird (neuer Art. 18 Abs. 3 E-BEHV-FINMA).

## I. Einleitende Bemerkungen

Wir beschränken uns nachstehend auf die zur **Umsetzung des neuen Art. 20 BEHG und des FINMAG** nötigen Bestimmungen. Zusätzliche Vorschläge im Rahmen unseres breiter angelegten Projekts „Durchforstung des Aufsichtsrechts“ behalten wir vor.

Unsere Bemerkungen sind unter den Leitgedanken der **Verhältnismässigkeit der Regulierung (Art. 5 BV) und internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz (Art. 7 Abs. 2 FINMAG)** zu sehen.

Hinzu kommt ein Blick auf die Strafdrohung in Art. 41 BEHG: Das rechtsstaatliche **Gesetzmässigkeitsprinzip (Art. 1 StGB)** verlangt - zumindest auf der Verordnungsebene - eine gewisse Bestimmtheit der Tatbestände, und zwar von Verfassungs wegen (Günter Stratenwerth, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil 1, 3. Aufl., Bern 2005, § 4 Rz. 14 f., S. 85 f. mit Hinweisen auf die Rechtsprechung). Auch deshalb muss sich die BEHV-FINMA im Rahmen von Art. 20 BEHG halten: ihn konkretisieren und nicht durch zusätzliche Generalisierungen ins Unbestimmte hinein erweitern. Das gilt umso mehr, als eine Verletzung der Meldepflicht neu gemäss Art. 41 Abs. 3 BEHG selbst bei Fahrlässigkeit noch mit bis zu CHF 1 Mio. gebüsst werden kann.

Im Übrigen - mutatis mutandis - halten wir uns an die bereits mit den **Stellungnahmen vom 7. Mai und 15. Oktober 2007** vertretenen Grundsätze.

## II. FINMA-Börsenverordnung (BEHV-FINMA)

### Art. 8<sup>bis</sup> (Fristberechnung)

Den Hauptvorschlag, wonach Monate einheitlich mit 30 Tagen zu berechnen wären, halten wir für unvereinbar sowohl mit dem geltenden Recht der Gesetzesstufe als auch mit dem bisher weitgehend Üblichen. In diesem Sinn bitten wir Sie, die heutige Usanz zu berücksichtigen, wonach die **Monate nach ihrer kalendarischen Länge** und nicht generell mit 30 Tagen einzusetzen sind.

Wir befürworten deshalb eine Regelung im Sinn der **Alternative auf S. 7 Ihres Erläuterungsberichts**, bitten Sie aber, die Regelung noch auf Ihre Übereinstimmung mit den gesetzlichen und staatsvertraglichen Fristen des Bundes zu prüfen (Beispiele: Bundesgesetz über den Fristenlauf an Samstagen [SR 173.110.3]; Europäisches Übereinkommen über die Berechnung von Fristen [SR 0.221.122.3]). Die **Abs. 2 und 3** können jedoch, da selbstverständlich, u.E. entfallen.

Für den **Begriff des Börsentages** ist u.E. auf die Selbstregulierung der entsprechenden Börse in der Schweiz zu verweisen (i.e. Ziff. 3.4 AGB-SWX).

Wir schlagen folgenden **Wortlaut** vor:

„<sup>1</sup> Berechnet sich eine Frist nach Börsentagen, beginnt sie am ersten Börsentag nach dem auslösenden Ereignis zu laufen.

„<sup>2</sup> Der Begriff des Börsentages bestimmt sich nach der Regelung der entsprechenden Börse in der Schweiz.“

## **Art. 12 (SLB- und Repo-Geschäfte)**

Wir bitten Sie, diese Regelung im Interesse der Rechtssicherheit (s. vorstehend I) **auf SLB- und Repo-Geschäfte zu beschränken**. Eine Öffnung des Tatbestands für heute unabsehbare, „vergleichbare Geschäfte“ ist aus unserer Sicht für die Compliance der Effektenhändler und im Blick auf die Strafdrohung von Art. 41 BEHG äusserst problematisch. Zudem wird ein Grossteil der damit wohl anvisierten Geschäfte, soweit nicht eine Ausnahme greift (Art. 16a), durch den Eigentumsübergang ohnehin erfasst. Abgesehen von der Problematik der Sicherungsgeschäfte (s. unmittelbar nachstehend) gibt es hier neben den SLB- und Repo-Geschäften auf dem Markt keine in Frage kommenden Transaktionen, so dass die Öffnung des Tatbestands ausser Rechtsunsicherheit nichts brächte.

Sodann sind wir zum Schluss gekommen, es sei die **Erfassung der Sicherungsüber-eignungen hier verfehlt** (vgl. auch unseren Ergänzungsvorschlag zu **Art. 16**):

- Solche Geschäfte sind ökonomisch nur Verpfändungen in einer anderen Rechtsform und akzessorisch zu ihrem jeweiligen Grundgeschäft. Dadurch unterscheiden sie sich wesentlich vom SLB.
- Auch juristisch muss neben dem Eigentum (als theoretischem „Vollrecht“) seine vertragliche Einschränkung mit berücksichtigt werden.
- Ein Anleger, der mit einer Sicherungsüber-eignung auf die Gesellschaft Einfluss nehmen will, begeht klarerweise einen Rechtsmissbrauch, der entsprechend gezielt zu unterbinden ist.
- Im vergleichsweise streng regulierten London sind alle Collaterals von der Meldepflicht vollständig ausgenommen, was aufgrund der genannten Überlegungen ohne Weiteres nachvollziehbar und auch sinnvoll erscheint.

Wir begrüssen es, dass nur die erwerbende Vertragspartei meldepflichtig ist, bitten Sie aber im Interesse der Rechtssicherheit, klar festzuhalten, dass bei solchen Geschäften **keine Veräusserungsmeldung der Gegenpartei** erfolgt. Das schliesst zugleich Missbräuche der Art aus, dass sich ein Investor vorübergehend unter eine Meldeschwelle

begibt, um dann die Titel in einer entsprechend geplanten Aktion auf einen Schlag zurückzuholen. Zwar führt dies bei Triparty-Plattformen ggf. zu einer Kumulation durch die mehrfache Meldung des wirtschaftlich identischen Bestandes, was jedoch aus Gründen der Praktikabilität in Kauf zu nehmen ist.

**Abs. 3** verstehen wir so, dass die rechtliche Rücklieferungspflicht als solche keine besondere Meldepflicht auslöst. Das wäre in geeigneter Form - z.B. Erläuterungen der Offenlegungsstelle - zu präzisieren.

Schliesslich bitten wir Sie um den **Verzicht auf das Erfordernis, als Handelsplattformen in Abs. 4** bloss elektronische Verfahren gelten zu lassen. Die Regulierung sollte aus unserer Sicht technologieneutral sein.

Entsprechend schlagen wir folgende **Anpassungen des Wortlauts** vor:

„<sup>1</sup> ~~Leihgeschäfte und vergleichbare Geschäfte wie insbesondere die Veräusserung von Beteiligungspapieren mit Rückkaufsverpflichtung (Repo-Geschäfte) oder Sicherungsübereignungen mit Eigentumsübergang~~ sind der Meldepflicht unterstellt.

<sup>2</sup> Meldepflichtig ist nur die Vertragspartei, welche im Rahmen solcher Geschäfte die Beteiligungspapiere vorübergehend übernimmt: bei Leihgeschäften der Borger, bei Geschäften mit Rückkaufsverpflichtung der Erwerber ~~oder bei Sicherungsübereignungen der Sicherungsnehmer.~~

[...]

<sup>4</sup> Geschäfte mit Rückkaufsverpflichtungen sind von der Meldepflicht befreit, wenn sie mit der Schweizerischen Nationalbank als Gegenpartei oder standardisiert über ~~(elektronische?)~~ Handelsplattformen abgewickelt werden.“

## Art. 13 (Finanzinstrumente)

Hier beantragen wir eine **Fokussierung auf Geschäfte in Übernahmeabsicht**, und zwar aus folgenden Überlegungen.

- Ohne das qualifizierende Merkmal der Planung eines öffentlichen Kaufangebots lassen sich diese Instrumente nicht wirksam überwachen. Bspw. kann ein Anleger durch Börsenauftrag entsprechende Titel selber kaufen, während gleichzeitig die Bank aufgrund eines Verwaltungsauftrags des gleichen Kunden, doch aus anderen, anlagepolitischen Gründen analoge Käufe tätigt. Dann wären theoretisch „beiderlei“ Käufe zusammenzurechnen, und der Effekthändler liefe das Risiko, an einer Verletzung der Meldepflicht mitzuwirken, ohne dagegen etwas tun zu können.
- Das ist offenkundig dem Gesetzgeber bewusst gewesen, weshalb er für solche Geschäfte das Erfordernis des geplanten Kaufangebots in Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG aufgenommen hat („Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“). An diesen Rahmen muss die Verordnung sich halten, sowohl aus Gründen der Rechtssicherheit als auch im Blick auf die Strafdrohung gemäss Art. 41 BEHG (s. vorstehend I). Dieser gesetzliche Rahmen kann durch die Verordnung nicht überschritten werden.

- Die Regelung ist als Minimal Standard zu verstehen, der, wo es das System eines Effektenhändlers erlaubt, ausgebaut werden kann.

Ausserdem bitten wir Sie - aus denselben Gründen - nur Finanzinstrumente auf **einen Basiswert** (statt „vorwiegend“ einen) zu erfassen. Sollten Sie an der nur „vorwiegenden“ Konzentration auf einen Basiswert festhalten, möchten wir präzisiert haben, dass es sich um mindestens 50% vom Basiswert im Zeitpunkt der Ausgabe des Finanzinstruments handelt und spätere Wertveränderungen zu keiner neuerlichen Meldepflicht führen.

Dadurch werden die vorgeschlagenen **Abs. 3 und 4** obsolet. Abgesehen davon, führte die Umsetzung dieser beiden Absätze zu einem Wirrwarr von Informationen, die auch ein qualifizierter Anleger kaum noch innert nützlicher Frist verstünde. Nicht zuletzt wäre der damit für die Effektenhändler verbundene Aufwand unter keinem Titel zu vertreten (bspw. durch die Interaktion der hier zusätzlich eingeführten Prozentschwellen mit den Ausnahmen gemäss Art. 16a).

Dafür ist u.E. der **bisherige Abs. 1<sup>bis</sup>** beizubehalten (Meldepflicht unabhängig davon, ob ein Finanzinstrument die Realerfüllung vorsieht oder nicht). Entsprechend sind die Optionen mit Barausgleich in Abs. 2 zu streichen.

Schliesslich sind wir der Auffassung, das **bloisse Halten** von Finanzinstrumenten könne nicht die Meldepflicht auslösen, weil das Gesetz nur den Erwerb und die Veräusserung erfasst (Art. 20 Abs. 1 BEHG).

Entsprechend schlagen wir folgende **Anpassungen des Wortlauts** vor:

„<sup>1</sup> Der Meldepflicht unterstehen:

- a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen);
- b. das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen).

<sup>1 bis</sup> Diese Meldepflicht gilt unabhängig davon, ob die Finanzinstrumente eine Realerfüllung vorsehen beziehungsweise zulassen oder nicht.

<sup>2</sup> Der Meldepflicht unterstehen zudem, wenn im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot getätigt, der Erwerb, die Veräusserung oder das Schreiben oder das Halten von Finanzinstrumenten, die es aufgrund ihrer Struktur dem Berechtigten wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben, zu veräussern oder zu halten wie ~~Optionen mit Barausgleich~~, Differenzgeschäfte, Finanzinstrumente auf einen ~~oder vorwiegend auf einen~~ Basiswert.

<sup>3</sup> ~~Finanzinstrumente nach Absatz 2 sind für die Berechnung des Stimmrechtsanteils nicht zu berücksichtigen, sofern ihr Anteil 5 Prozent der Stimmrechte nicht erreicht und sofern der Stimmrechtsanteil übrigen Beteiligung 10 Prozent nicht übersteigt.~~

<sup>4</sup> ~~Andere als in Absatz 1 oder 2 genannte Finanzinstrumente sind offenzulegen, wenn sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben, veräussert, eingeräumt (geschrieben) oder gehalten werden. Dies wird vermutet, wenn solche Finanzinstrumente Anrechte oder Anwartschaften für den Erwerb von Betei-~~

~~ligungspapieren von mehr als 15 Prozent der Stimmrechte vermitteln. Diesfalls sind diese Finanzinstrumente in die Berechnung des Stimmrechtsanteils miteinzubeziehen und zudem getrennt zu melden.“~~

## **Art. 14 (Klarstellung bei Übernahmeverfahren und Gruppenverhältnissen)**

Wir möchten darauf hinweisen, dass Art. 14 Abs. 1<sup>bis</sup> das **Verhältnis zwischen den übernahmerechtlichen Meldepflichten und den Ausnahmen gemäss Art. 16a ungeklärt** lässt. U.E. müssen die in Art. 16a vorgesehenen Ausnahmen als melderechtliche „Lex specialis“ dem Übernahmerecht vorgehen. Das wäre im Interesse der Rechtssicherheit durch einen entsprechenden Vorbehalt klarzustellen.

Art. 15 schreibt für die Meldepflicht eine Konzernbetrachtungsweise vor, und Transaktionen innerhalb eines Konzerns begründen keine Meldepflicht. Im Interesse der Rechtssicherheit sollte dies **in Art. 14 Abs. 2 ausdrücklich vorbehalten und im entsprechenden Formular berücksichtigt** werden.

Entsprechend schlagen wir folgende **Anpassungen des Wortlauts** vor:

„<sup>1bis</sup> Während der Dauer des Übernahmeverfahrens, d.h. von der Veröffentlichung der Voranmeldung beziehungsweise des Angebots [...] bis zum Ende der Nachfrist [...], bestehen die Meldepflichten für den Anbieter sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnden Personen gegenüber den Offenlegungsstellen. Artikel 16a bleibt vorbehalten.

<sup>2</sup> Eine Meldepflicht besteht insbesondere bei Änderungen in der Beziehung zwischen direktem Erwerber, indirektem Erwerber und wirtschaftlich Berechtigtem. Artikel 15 Absatz 4 bleibt vorbehalten.“

## **Art. 16a (Freigrenzen für Banken und Effekthändler)**

Hier verweisen wir auf das **zu Art. 12 Ausgeführte** und schlagen hier entsprechende Anpassungen vor:

- Einerseits wäre Abs. 1 Bst. b durch die Repo-Geschäfte zu ergänzen, dafür jedoch die Sicherungsübereignungen und vergleichbaren Geschäfte zu streichen.
- Andererseits wäre in einem neuen Abs. 1 Bst. d eine Ausnahme für Sicherungsübereignungen vorzusehen. Das entspräche der EU-Transparenzrichtlinie und geltenden Regelung der FSA.

Wir schlagen folgenden **Wortlaut** vor:

„<sup>1</sup> Banken und Effekthändler haben unter Vorbehalt von Absatz 2 bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils Beteiligungspapiere je nicht zu berücksichtigen, welche:

- a. in deren Handelsbestand gehalten werden, sofern dieser Anteil 5 Prozent der Stimmrechte nicht erreicht;

- b. ~~im Rahmen von Wertpapierleihen, Sicherungsübereignungen oder vergleichbaren Geschäften oder Repo-Geschäften~~ gehalten werden, sofern dieser Anteil 5 Prozent nicht erreicht;
- c. ausschliesslich und während höchstens drei Börsentagen zum Zwecke der Abrechnung oder Abwicklung von Geschäften gehalten werden;
- d. Gegenstand von Sicherungsübereignungen sind.

<sup>2</sup> Die Berechnung nach Absatz 1 ist zulässig, sofern für diese Anteile keine Absicht besteht, die Stimmrechte auszuüben (oder anderweitig auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen) und der Stimmrechtsanteil insgesamt 10 Prozent der Stimmrechte nicht übersteigt.“

## **Art. 17 (Anpassung des Meldeformulars an Gruppenverhältnisse)**

Hier möchten wir Sie darauf hinweisen, dass **im Formular für die Meldung allfälligen Konzernverhältnissen gemäss Art. 15 Abs. 4 und 5 Rechnung zu tragen** ist.

## **Art. 18 (Publikationsfrist bei Transaktionen in eigenen Effekten)**

Als Grundregel galt und gilt, dass **innert 4 Tagen die Meldung und innert weiteren 2 Tagen die Veröffentlichung** zu erfolgen hat. Der neue Art. 18 Abs. 3 soll die weiteren 2 Tage bei Transaktionen in eigenen Effekten streichen. Bei sämtlichen an einer Börse kotierten Banken ist jedoch die Berechnung der Eigenbestände mit grossem Aufwand verbunden. Die strikte Viertageregeln der EU-Transparenzrichtlinie kann hier nicht Vorbild sein, weil das schweizerische Recht wesentlich mehr Instrumente und Einzelinformationen der Meldepflicht unterwirft als die EU-Regelung (vgl. etwa die Programme der Mitarbeiterbeteiligung).

Es entspricht deshalb einem Gebot der Verhältnismässigkeit, die **bisherige Regel von 4 plus 2 Tagen auch für Transaktionen in eigenen Effekten** beizubehalten.

Wir bitten Sie um die **Streichung dieses Abs. 3**.

## **Art. 20 (nachträgliche Ausnahme von der Meldepflicht bei abgeschlossenen Geschäften)**

Nach heutiger Praxis kann die Offenlegungsstelle - entgegen dem Wortlaut des geltenden Art. 20 Abs. 2 - in **ausserordentlichen Fällen** die Ausnahme von der Meldepflicht nachträglich bewilligen. Voraussetzung ist, dass „ein Nichteintreten als geradezu stossend einzustufen“ oder im Ergebnis unverhältnismässig wäre (vgl. Ihren Kommentar zu Art. 20 der Revisionsvorlage).

Wir schlagen vor, diese in höherem Recht begründete (z.B. Art. 5 Abs. 2 BV) Möglichkeit der Ausnahme **in der Verordnung** festzuhalten, bspw. wie folgt:

„<sup>2</sup> Für bereits abgeschlossene Geschäfte ~~wird keine~~ kann die Offenlegungsstelle beim Vorliegen ausserordentlicher Gründe eine Ausnahme von der Meldepflicht nachträglich gewähren.“

## **Art. 22a (Entscheidungsfrist für die Offenlegungsstelle)**

Aus Gründen der Rechtssicherheit wäre dieser Artikel um eine präzise Frist zu ergänzen, innert der die Offenlegungsstelle zu entscheiden hat. Dafür müssten **24 Stunden seit Gesuchseingang** genügen.

Dasselbe - eine Frist von 24 Stunden zum Entscheid - müsste **auch für die FINMA** gelten. Die vorgeschlagenen 10 Tage führten zu einer untragbaren Verzögerung. Wir schlagen vor, dass die FINMA innert 24 Stunden nach Mitteilung des Entscheids ihrerseits entscheiden muss, ob sie ihn gelten lässt oder an sich zieht, und im letzteren Fall spätestens nach 3 Börsentagen entscheidet.

## **Art. 50 (Inkrafttreten der Revision)**

Angesichts des aussergewöhnlichen - teils organisatorischen, teils informatischen - Aufwandes für die **Umsetzung der Neuerungen** scheint uns ein Inkrafttreten am 1. Januar 2009 unrealistisch.

Wir bitten Sie, das Datum des Inkrafttretens auf den **1. Juli 2009** zu legen.

## **III. Übernahmeverordnung (UEV)**

### **Art. 6 (Veröffentlichung)**

Was „die“ bedeutenden elektronischen Medien seien, ist zu unbestimmt formuliert. Wir schlagen eine **Präzisierung** bspw. im folgenden Sinn vor:

„<sup>2</sup> Sie muss der Übernahmekommission sowie ~~den~~ mindestens zwei der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten (Informationsdienstleister), zugestellt werden [...]“

### **Art. 7 (Reduktion des Angebotspreises aufgrund einer Due Diligence Review)**

Der Angebotspreis sollte auch weiterhin **aufgrund einer Due Diligence Review reduzierbar** sein (was sich mit der Regelung in Art. 5 § 4 Abs. 2 Richtlinie 2004/25/EG deckt). Natürlich müssen die Parameter, nach denen eine Reduktion zulässig ist, in den Angebotsbedingungen klar definiert sein. Die Streichung dieser Möglichkeit würde nur dazu führen, dass die Offerten die Preise zu niedrig ansetzen, um diesem Risiko Rechnung zu tragen. Das läge nicht im Interesse der Anlegerinnen und Anleger.



## Art. 8 (massgeblicher Zeitpunkt)

U.E. können **beide Absätze zusammengefasst** werden, weil in der Praxis nur der zweite von Bedeutung ist.

Wir schlagen **folgenden Wortlaut** vor:

„Die Voranmeldung entfaltet die in Artikel 7 genannten Rechtswirkungen im Zeitpunkt ihrer Zustellung an die Übernahmekommission und an die Informationsdienstleister, wenn ihre Veröffentlichung in den Zeitungen an den darauf folgenden drei Börsentagen erfolgt. Ansonsten entfaltet die Voranmeldung ihre Rechtswirkungen im Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung in den Zeitungen.“

## Art. 13 (Bedingungen des Anbieters)

Zu **Abs. 1** bemerken wir, dass nicht einmal in der EU einheitlich geregelt ist, ob und welche Bedingungen von der zuständigen Behörde zu bewilligen sind (vgl. Art. 13 Richtlinie 2004/25/EG mit Umsetzungen z.B. in Belgien und Frankreich). Vor diesem Hintergrund sollten u.E. **aufschiebende Bedingungen wie heute ohne Zustimmung der Übernahmekommission** möglich bleiben. Die Kommission kann auch unter den heute gültigen Regeln eine Bedingung ablehnen oder ändern lassen.

Der **Wortlaut** „Bedingungen“ sollte einheitlich im Plural verwendet werden, also auch in **Abs. 4 und 5**.

## Art. 15 (Änderung eines Angebots)

Wir bitten Sie, in **Abs. 3** zu präzisieren, wie die **Publikation der Änderung** zu erfolgen hat.

Folgenden **Wortlaut** schlagen wir Ihnen vor:

„Die Veröffentlichung der Änderung in den Zeitungen und die Zustellung der Änderung an die Informationsdienstleister hat spätestens am letzten Börsentag der Angebotsfrist vor Beginn des Börsenhandels zu erfolgen.“

## Art. 18 (Publikation des Angebots)

1. Wir sind der Auffassung, in Abs. 1 sollte ausdrücklich festgehalten sein, dass **Anhänge zum Prospekt** wie z.B. Bewertungsberichte nicht in der Zeitung abgedruckt werden müssen.

Wir schlagen folgende **Ergänzung zu Abs. 1** vor:

„[...] Das gilt nicht für Anhänge zum Angebotsprospekt.“

2. Grundsätzlicher und darüber hinaus macht es **heute keinen Sinn mehr**, den ganzen Angebotsprospekt in den Zeitungen zu publizieren (nachdem er den elektronischen Medien gesandt werden muss, bei der durchführenden Bank erhältlich ist und von der Übernahmekommission auf ihrer Webseite geschaltet werden soll).

Das führt uns zum **Vorschlag**, davon abzusehen, die Angebotsprospekte in den Zeitungen publizieren zu müssen. Ein kurzes Inserat - ähnlich dem Kotierungsinserat - genügt für die heutigen Informationsbedürfnisse.

3. Schliesslich hat die Publikation von Informationen über das Internet deren **globale Verbreitung** zur Folge. Dies kann u.U. die - unbeabsichtigte - Anwendbarkeit ausländischen Rechts bewirken. Wir bitten Sie geeignete Vorkehrungen dagegen zu prüfen (bspw. durch entsprechende Webfilter), soweit die UEK derartige Publikationen vornimmt.

## **Art. 19 (Angaben über den Anbieter)**

Hier wird im Sinn einer Catch-all-Klausel verlangt, dass der Angebotsprospekt „alle weiteren Angaben“ enthalten müsse. Diese Formulierung erscheint uns als zu weit und unbestimmt. Im Interesse der Rechtssicherheit darf der Anbieter nur verpflichtet werden, jene Informationen, über die er selber zuverlässig verfügt, zu publizieren, aber z.B. nicht weitere Informationen, welche die Zielgesellschaft selber betreffen.

Wir bitten Sie um entsprechende **Präzisierung von Art. 19**, bspw. im Sinn von Art. 6 § 3 Bst. h Richtlinie 2004/25/EG.

## **Art. 20 (Angaben zur Finanzierung)**

Zu Abs. 1 stellt sich uns die **Frage**, welches die Funktion der Prüfstelle im Blick auf die erweiterten Angaben zur Finanzierung sein soll. Im Ausland sind erweiterte Angaben dieser Art unüblich (wobei i.d.R. eine Bank die Finanzierung garantiert). Auch wurde unseres Wissens noch kein Übernahmevorhaben wegen einem Finanzierungsproblem abgebrochen. Für den verkaufswilligen Aktionär ist allein von Interesse, wie sicher er sein Geld erhalten wird. Weitere Präzisierungen wären bloss für die Konkurrenz von Belang, die jedoch unter diesem Titel kein schutzwürdiges Interesse hat. Ebenso wenig hat der Kreditgeber ein Interesse, die im Einzelfall gewährten Konditionen öffentlich dargelegt zu sehen. Vielmehr bestehen an diesen Informationen durchaus berechnete Geheimhaltungsinteressen der Beteiligten. Deshalb sollte die Bestätigung der Prüfstelle, dass die Finanzierung bereit steht, genügen. Im Übrigen schüfe der Begriff „präzise“ kein Mehr an Rechtssicherheit, sondern müsste durch die Praxis wiederum konkretisiert werden.

Unser **Vorschlag** ist deshalb, das Wort „präzise“ zu streichen (analog Art. 6 § 3 Bst. I Richtlinie 2004/25/EG).

## Art. 24 (zusätzliche Angaben bei öffentlichen Tauschangeboten)

Der Ingress zu **Abs. 2**, wonach die Titel „**an einer Börse kotiert**“ sein müssten, ist ungenau, weil nach dem Kommentar zum Vorschlag nur bestimmte Börsen als „Börse“ gelten sollen.

Wir schlagen deshalb - auf der Grundlage Ihres Kommentars - folgende **Ergänzung des Ingresses von Abs. 2** vor:

„<sup>2</sup> Sind die zum Tausch angebotenen Effekten an einer Börse kotiert, welche die Bedingungen der European Stock Exchanges (FESE) bzw. International Federation of Stock Exchanges (FIBV) erfüllen, so enthält der Angebotsprospekt mindestens die folgenden Angaben:“

Das gilt sinngemäss auch für **Abs. 7**.

Sodann erscheint uns wichtig, dass die **Nennung der bedeutenden Aktionäre in Abs. 2 Bst. d** nur mit jenen Angaben verlangt wird, die dem Anbieter bekannt sind. Das wäre mindestens in geeigneter Form z.B. durch die Offenlegungsstelle festzuhalten.

Entsprechend schlagen wir die Ergänzung von **Abs. 2 Bst. d** z.B. in folgendem Sinn vor:

„b. bedeutende Aktionäre, soweit der Anbieter von ihnen Kenntnis hat;

Uns erscheint in **Abs. 2 Bst. f die Pflicht zur Angabe kotierungs- und ggf. übernahmerechtlicher Vorschriften zu weitgehend bzw. unverhältnismässig**. Eine Fokussierung auf das Wesentliche halten wir auch hier für den sinnvolleren, leserfreundlicheren Weg. Das vorgeschlagene Erfordernis hat auch etwas Zufälliges, werden doch z.B. keine Angaben über das regulatorische und fiskalische Umfeld des Emittenten der zum Tausch angebotenen Titel verlangt.

Entsprechend beantragen wir die **Streichung von Abs. 2 Bst. f** (analog Art. 6 § 2 Abs. 2 Satz 2 Richtlinie 2004/25/EG).

Schliesslich bedarf u.E. **Abs. 5** der Präzisierung. Im Kommentar ist von einer „Pro-forma“-Rechnung die Rede. Wir sind jedoch der Auffassung, **verbale Hinweise** müssten hier genügen und keine Zahlen erforderlich sein. Pro-forma-Zahlen sind ohne Zusammenarbeit mit der Zielgesellschaft kaum erhältlich, und diese wird so sensitive Daten i.d.R. nur widerstrebend offenlegen. Das erschwert im Ergebnis feindliche wie freundliche Übernahmen.

Wir bitten Sie um eine entsprechend Anpassung der Vorschrift.

## Art. 26 (Aufgaben der Prüfstelle vor der Publikation)

Neu soll die Prüfstelle abklären müssen, ob alle **für die Beschaffung der angebotenen Titel nötigen Massnahmen** getroffen wurden sind. Dies kann und darf nicht bedeuten, dass etwa die Generalversammlung zum Beschluss der Kapitalerhöhung be-

reits vor der Lancierung des Angebots stattgefunden haben muss. Sonst wäre die Publikation eines überraschenden Tauschangebotes nicht mehr möglich.

Wir bitten Sie um eine **Klarstellung** in geeigneter Form (etwa im Sinn von Art. 6 § 3 Bst. I Richtlinie 2004/25/EG).

## **Art. 29 (Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft)**

Der Verwaltungsrat sollte nach wie vor auch eine **neutrale Empfehlung** abgeben dürfen. In gewissen Situationen will er den Aktionären ein attraktives Angebot nicht vorenthalten, obwohl er überzeugt ist, aus eigenen Kräften auch Wertpotenzial schaffen zu können.

**Abs. 3** ist daher u.E. so zu ergänzen, dass der Bericht ausführen soll, wie sich die Mitglieder des Verwaltungsrates, soweit sie einem **Interessenkonflikt** unterliegen, verhalten haben (namentlich an der Abstimmung teilgenommen haben oder nicht).

Wir schlagen folgende **Ergänzung von Abs. 3** vor:

„<sup>3</sup> Der Verwaltungsrat hat in seinem Bericht den Aktionären die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu empfehlen. Er kann aber auch die Vor- und Nachteile des Angebotes darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben. Er gibt dabei auch das Abstimmungsverhältnis einschliesslich der Zahl der nicht teilnehmenden bzw. sich der Stimme enthaltenden Mitglieder an und legt dar, ob die einem Interessenkonflikt unterliegenden Mitglieder des Verwaltungsrates an der Abstimmung teilgenommen haben.“

Dafür sollte der Verwaltungsrat weiterhin **bloss die für seine Stellungnahme wesentlichen Überlegungen** offenlegen müssen und diese Einschränkung in **Abs. 4** nicht gestrichen werden. Denn eine auf das Wesentliche konzentrierte Stellungnahme ist einerseits durch die Vermeidung unnötiger Längen leserfreundlicher und andererseits nach den zusätzlichen Anforderungen in Abs. 2 und 3 auch ohne Weiteres vertretbar.

Wir schlagen deshalb vor, **Abs. 4 unverändert** zu belassen wie bisher:

„<sup>4</sup> Der Bericht enthält eine klare Begründung und legt alle wesentlichen Elemente dar, welche die Stellungnahme beeinflusst haben.“

**Abs. 5** ist aus unserer Sicht durch den **Begriff der „Fairness Opinion“** zu präzisieren, damit der Anschluss an die international übliche Terminologie gewahrt bleibt:

„<sup>5</sup> Stützt sich die Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft auf eine Beurteilung Dritter (Fairness Opinion), [...]“

So, wie **Abs. 6** im Entwurf lautet, könnte eine **ausländische Bank ohne Effekthändlerstatus** keine Fairness Opinion mehr abgeben. Dies sollte aber möglich bleiben (wobei sich von selbst versteht, dass, wer die Fairness Opinion abgibt, nicht zugleich M&A Advisor sein kann).

Im **Wortlaut von Abs. 6** schlagen wir deshalb vor, den zweiten Teil zu streichen („und hat die Anforderungen von Artikel 25 Absatz 1 des Gesetzes zu erfüllen“).

## **Art. 30 (besondere Informationen)**

Wenn der Verwaltungsrat neu auch über **schon ergriffene Abwehrmassnahmen** berichten soll, ist - wieder im Sinn des Wesentlichkeitsprinzips - diese Pflicht auf solche Massnahmen zu beschränken, die auch wirklich der Abwehr des Übernahmeangebots dienen. Nicht erfasst sein können z.B. vorbestehende, in den Statuten enthaltene Übertragungs- oder Stimmrechtsbeschränkungen.

## **Art. 35 (gesetzwidrige Abwehrmassnahmen)**

Neu soll von der bisherigen Zehnprozentregel und der vom Anbieter bezeichneten „Crown-Jewels“-Bestimmung abgewichen und allgemein das Verkaufen wesentlicher Vermögenswerte untersagt werden (wobei die Wesentlichkeit im Einzelfall zu beurteilen wäre). Das verunmöglicht praktisch jede M&A-Tätigkeit während eines laufenden Angebotes, weil stets die Anfechtbarkeit einer Transaktion droht. So wird unnötig die laufende Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft einer Unsicherheit ausgesetzt (die stets auch kleinere M&A-Geschäfte mitumfasst). In dieser Konzeption liegt eine unverhältnismässige Begünstigung des Anbieters. Wir sind deshalb der Auffassung, es sei mit **eindeutigen Kennzahlen** zu arbeiten, und die Möglichkeit der Bezeichnung von „Crown Jewels“ biete dem Anbieter ausreichenden Schutz.

So ist namentlich in Abs. 2 Bst. a das **Adjektiv „bedeutend“ zu unbestimmt**.

Wir bitten Sie, in diesem Sinn eine **Präzisierung** vorzunehmen.

Schliesslich sieht **Abs. 2 Bst. e** ein vollständiges Verbot des Handels mit eigenen Effekten und darauf basierenden Finanzinstrumenten vor. Hier wäre eine **Ausnahme für laufende Programme der Mitarbeiterbeteiligung** vorzusehen (analog unter Art. 37).

Wir bitten Sie, eine solche **Ausnahme** vorzusehen.

## **Art. 37 (Meldepflicht der Parteien)**

In Abs. 1 sind die Worte „**der Börse**“ nach „**der Offenlegungsstelle**“ zu streichen (vgl. Kommentar zu Art. 41).

Auch sollte hier, weil die vom Anbieter getätigten Transaktionen **täglich gemeldet** werden müssen, dies im Wortlaut präzisiert werden.

## **Art. 38 (Meldepflicht der bedeutenden Aktionäre)**

Hier stellt sich die **Frage** und ist nochmals zu überlegen, ob die Meldepflicht für bedeutende Aktionäre (ab 3%) sinnvollerweise im Ermessen der UEK liegen soll.

## Art. 47 (konkurrierende Angebote)

Den Aktionären der Zielgesellschaft sollte ein konkurrierendes Angebot nicht vorenthalten werden. Die Praxis hat Fälle gezeigt, in denen **aus Gründen der Spekulation der Aktienkurs der Zielgesellschaft über dem Angebotspreis** lag, was einem konkurrierenden Anbieter die Möglichkeit verwehrte, ein ähnlich gutes Angebot - evtl. mit weniger Bedingungen - vorzulegen. Das verstärkt sich noch, wenn das vorhergehende Angebot eine Aktienkomponente enthält und der Aktienkurs der Zielgesellschaft durch den Aktienkurs des vorhergehenden Anbieters beeinflusst wird. Grundsätzlich sollte es den Aktionären der Zielgesellschaft möglich sein, ein Angebot zu erhalten, das über dem Angebotspreis des vorhergehenden Anbieters liegt. Insoweit hat der Aktienkurs der Zielgesellschaft dann keine Bedeutung mehr. Weiterhin soll jedoch die Mindestpreisregel bei Paketzuschlägen gelten.

Wir schlagen deshalb einen **zusätzlichen Abs. 5** in folgendem Sinn vor:

<sup>5</sup> Das konkurrierende Angebot muss nicht dem Börsenkurs nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes entsprechen.

oder, **alternativ**:

<sup>5</sup> Das konkurrierende Angebot ist von der Anwendung des Börsenkurses nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes befreit, falls das vorhergehende Angebot nicht ausschliesslich Barzahlung vorsieht.

## Art. 48 (Gleichbehandlung der Anbieter durch die Zielgesellschaft)

Hiezu verweisen wir auf den Beitrag von **Jacques Iffland** in der Journée de Droit Bancaire et Financier 2007, S. 59 ff., insb. 66-69. Die vorgeschlagene Regelung wäre im Licht dieser Aufführungen nochmals zu überdenken.

## Art. 49 (konkurrierendes Angebot am letzten Tag der Frist)

Wir schlagen eine **Präzisierung von Abs. 1** dahingehend vor, ob die Publikation des Zwischenergebnisses nach Art. 43 auch dann erforderlich ist, wenn am letzten Tag der Angebotsfrist ein konkurrierendes Angebot eingereicht wurde. Aus technischen Gründen war die Dreitagesfrist vorzuziehen, weil erfahrungsgemäss die Annahmeerklärungen in den letzten zwei Börsentagen eintrafen. Mit dieser Regelung und im Hinblick auf eine Minderung ihres Verwaltungsaufwandes werden die Depotbanken bis zur letzten Minute auf das Eintreffen eines konkurrierenden Angebotes warten, bis sie die Aktien einliefern.

Ebenfalls wäre - da unklar - zu präzisieren, dass hierfür die Publikation insbesondere der Voranmeldung **in den elektronischen Medien** ausreicht.

## Art. 54 Abs. 1 (Interventionsrecht)

Wir teilen Ihre Bedenken in Bezug auf die bisherige Zweiprozentschwelle und regen an, deren **Angleichung an die gesetzliche Dreiprozentschwelle** mittelfristig zu prüfen.

Sodann ist als **Stichtag** für die Zweiprozentschwelle auf den Zeitpunkt der Voranmeldung bzw. Veröffentlichung des Angebotes abzustellen. Es darf nicht sein, dass ein Anleger, der seine Aktien erst nach Publikation der Voranmeldung gekauft hat, diese anfechten kann. Wäre ein späterer Zeitpunkt massgebend, liesse man es bspw. auch zu, dass ein Hedge-Fonds nach der Publikation der Angebotspläne eine entsprechende Position bezieht und mit juristischem Sperrfeuer „Mehrwert“ für die eigenen Anleger schafft. Dies wäre mit Bestimmtheit nicht schützenswert: Wer in Kenntnis des (vorangemeldeten) Angebotes Aktien kauft, soll keine Parteistellung erhalten.

## Art. 58 Abs. 2 (Verfügungssprache)

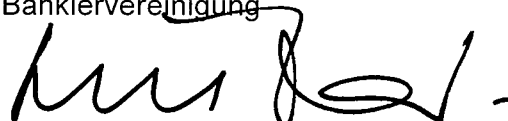
Die Verfügungen sollten **bei nationalen Transaktionen aufgrund des vorgeschlagenen Sitzprinzips und bei Transaktionen mit ausländischen Anbietern englisch** verfasst sein. Für die Sprache sollte nicht an den Sitz der Gesellschaft angeknüpft werden.

Freundliche Grüsse

Schweizerische Bankiervereinigung



Markus Staub



Christoph Winzeler



# S C H E L L E N B E R G W I T T M E R

Rechtsanwälte

## Zürich

Dr. Georg von Segesser  
Dr. Martin Bernet  
Dr. Thomas Bolliger  
Dr. Martin Weber  
Prof. Dr. Alexander von Ziegler  
Dr. Martin Lanz  
Alexander Jolles  
Andrea Mondini  
PD Dr. Nathalie Voser  
Dr. Oliver Triebold  
Dr. Lorenzo Olgiati  
Dr. Michael Nordin  
Dipl. Steuerexperte  
Dr. Philippe Borens  
Peter Burckhardt  
Dr. Jürg Borer  
Dr. Manuel Liatowitsch  
Dr. Giovanna Montanaro  
Benno Strub  
Anna Katharina Müller  
Dr. Andrea Meier  
Josef Caleff  
Alexander Roesch  
Karin Oberlin  
Christopher Boog  
Philipp Groz  
Sandra Lendenmann  
Dr. Patrick Rohn  
Andreas Müller  
Sonja Stark-Traber  
Michael Gruber  
Martin Oesch  
Eva Rüfenacht  
Anita Schläpfer  
Stefan Leimgruber  
Dorota Ignaczewski  
Pascal Hubli  
Andrea Good  
Philipp Meier  
Patric Eppenberger  
Beatrice Grob  
Dr. Claudia Geiger  
Fritz Ammann  
Dominique Baumann

## Konsulenten

Dr. Marc Ronca  
Dr. Christine Beusch  
Andrea Grimm Widmer  
Prof. Dr. Madeleine Simonek  
Dipl. Steuerexperte

## Genf

Bernard Vischer  
Paul Gully-Hart  
\*Roy F. Ryan  
Yves Jeanrenaud  
Christian Girod  
Vincent Jeanneret  
Pietro Sansonetti  
Dipl. Steuerexperte  
Lionel Aeschlimann  
Elliott Geisinger  
\*David P. Roney  
Anne Véronique Schlaepfer  
Jean Jacques Ah Choon  
\*Bonnie Steiner  
Blaise Stucki  
Benjamin Borsodi  
Philippe Bartsch  
David Wilson  
Vincent Carron  
Alexandra Johnson Wilcke  
Jean-Yves De Both  
Danielle Hostettler  
Soizic Mendes de Leon  
Mercédèh Azeredo da Silveira  
Hélène Lebakina  
Kim Do Duc  
Henri-Pierre Dupraz  
\*Valérie Wolrich  
Timo Sulc  
Delphine Zarb  
Dorothee Schramm  
Simon Ntah  
Elena Sampetro  
Alexandre Mazuranc  
Christophe Berclaz  
Carmen Dubois  
Olivier Hari  
Delphine Jobin  
Philippe Nicod  
Konsulenten  
Jacques Wittmer  
Prof. em. Alain Hirsch  
Prof. Bénédicte Foëx  
Raphaël Biaggi  
Stéphane Tanner  
Dipl. Steuerexperte

## Per E-Mail

Eidgenössische Bankenkommision  
Börsen und Märkte  
z.Hd. Herrn Thomas Hess  
Postfach  
3001 Bern

Zürich, 4. August 2008  
Tel: +41 (0)44 215 5277  
080760/01062336/MLA

Löwenstrasse 19  
Postfach 1876  
CH-8021 Zürich  
T +41 44 215 5252  
F +41 44 215 5200  
zurich@swlegal.ch  
www.swlegal.ch

## Revisionsentwurf Börsenverordnung-FINMA

Sehr geehrter Herr Hess

Wir bedanken uns für die Gelegenheit, uns zum Entwurf der BEHV-FINMA zu äussern. Wir beschränken uns nachfolgend auf Aspekte, die uns wichtig erscheinen.

### 1. Artikel 8<sup>bis</sup>

Wir ziehen die im Entwurf vorgesehene Variante gegenüber der Alternative gemäss Erläuterungsbericht vor, da sie kürzer und unseres Erachtens konziser ist.

### 2. Artikel 12

In Absatz 1 würden wir anstelle der Formulierung "Sicherungsübergabungen mit Eigentumsübergang" die Formulierung "Sicherungsübergabungen (nicht aber Verpfändungen)" vorziehen, da dies klarer zum Ausdruck bringt, was gemäss Erläuterungsbericht offenbar der Absicht entspricht. In diesem Absatz würden wir zudem vorschlagen, die Konzepte und Terminologie des Bucheffektengesetzes ergänzend einzufügen.

In Absatz 3 würden wir den Begriff "Grenzwertberührungen" durch die auch anderswo in der Verordnung erwähnten Begriffe "Erreichen, Über- oder Unterschreiten" ersetzen.

### 3. Artikel 13

Das blosse "Halten" von Finanzinstrumenten kann unseres Erachtens keine Meldepflicht auslösen und sollte daher gestrichen werden (das





bloss passive Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Grenzwertes ist anderswo in der Verordnung geregelt). Zudem würden wir im Beispielkatalog "Optionen mit Barausgleich" streichen, da diese unter Artikel 13 Absatz 1, erfasst sind.

Im Absatz 4 wäre wiederum das Halten von Finanzinstrumenten zu eliminieren. Als problematisch erachten wir, die gesetzlich nicht definierten und zudem in nicht verwandten Rechtsgebieten mit anderer Bedeutung verwendeten Begriffe "Anrechte oder Anwartschaften" als Meldepflicht auslösende Kriterien einzuführen. Dies könnte etwa dahingehend verstanden werden, dass bereits eine Absichtserklärung, oder sogar eine erste, noch informelle, Kontaktnahme, in welchem ein gewisses Grundverständnis über eine mögliche Transaktion erzielt wird, als Anwartschaft anzusehen und somit meldepflichtig wäre. Dies würde einerseits zu (Rechts-)Unsicherheiten führen, da keine Gewissheit über die effektive Durchführung der Transaktion besteht, und andererseits im Widerspruch zur aufgeschobenen Bekanntgabe gemäss Artikel 72 des Kotierungsreglementes stehen resp. in solchen Situationen diesen Aufschub verunmöglichen. Anstelle von "Anrechten oder Anwartschaften" würden wir eher von der "faktischen oder wirtschaftlichen Möglichkeit, Beteiligungsrechte zu erwerben oder zu veräussern" ausgehen und dies entsprechend im Verordnungstext formulieren.

**4. Artikel 14**

Absatz 2 sieht neu eine Meldepflicht "bei Änderungen in der Beziehung" zwischen direktem Erwerber, indirektem Erwerber und wirtschaftlich Berechtigtem vor. Die Umschreibung "Änderungen in der Beziehung" erachten wir als unklar und vor allem wenig ergiebig. Unseres Erachtens sind die relevanten Aspekte bereits in Absatz 1, lit. e), im Artikel 15 resp. Artikel 17, Absätze 2 und 3 abgedeckt. Die Meldepflicht sollte nicht darüber hinausgehend erweitert werden, es sei denn, dies sei klar und eindeutig formuliert.

**5. Artikel 17**

In Absatz 3 ist eine Meldung an die Offenlegungsstellen vorgesehen; wir würden "an die zuständige Offenlegungsstelle" vorziehen. Diese Anpassung sollte in der Verordnung generell vorgenommen werden.

**6. Artikel 19**

Im neuen Absatz 3 wäre im letzten Satz, dem Kommentar entsprechend, "zu informieren" durch "anzuhören" zu ersetzen.



**7. Artikel 20**

Wir möchten anregen, die zu Absatz 2 bestehende Praxis der Offenlegungsstelle mittels entsprechend abgeändertem Wortlaut von Absatz 2 in die Verordnung aufzunehmen, sinngemäss wie in Artikel 21, jedoch beschränkt auf ausserordentliche Fälle.

**8. Artikel 21**

Zur Klarstellung würden wir "grundsätzlich" streichen und den Satz insofern ergänzen, als – in Übereinstimmung mit bisheriger OLS-Praxis – in ausserordentlichen Fällen die Offenlegungsstelle auch *nach* dem beabsichtigten Geschäft noch auf ein Gesuch eintreten kann.

**9. Artikel 22**

Zu Absatz 6<sup>bis</sup> würden wir anregen, dass die Offenlegungsstellen nicht nur Informationen, die zur Erfüllung des Gesetzeszweckes notwendig sind, in geeigneter Weise veröffentlichten können, sondern dass sie ihre Entscheide, ähnlich wie die UEK, allenfalls in anonymisierter oder sogar verkürzter Art, laufend publizieren. Dies wäre für eine einheitliche Anwendung der Offenlegungsvorschriften sinnvoll und für die Marktteilnehmer ein äusserst hilfreiches Mittel.

**10. Artikel 42**

In Absatz 2 soll neu bei kotierten Aktien nicht mehr auf die Liquidität einer Effekte abgestellt werden, sondern auf deren regelmässigen Handel. Dies ist nach unserem Verständnis nicht bloss eine redaktionelle Anpassung, wie dies in den Erläuterungen dargestellt wird. Wenn mit dem "regelmässigen Handel" das Gleiche gemeint ist, wie mit dem bisher verwendeten Liquiditätsbegriff, sehen wir keine Notwendigkeit, eine Textänderung vorzunehmen. Sollen dagegen andere Kriterien massgebend sein, wofür wir keine Notwendigkeit sehen, sollte die Abweichung zu der von der UEK in ihrer Mitteilung Nr. 2 festgehaltenen Praxis präzise formuliert werden.

**11. Artikel 49**

Wir möchten folgende Neuformulierung vorschlagen:

"Die Offenlegungsmeldungen nach bisherigem Recht behalten ihre Gültigkeit. Sachverhalte, die nach Inkrafttreten dieser Verordnung eintreten und eine Meldepflicht auslösen, sind gemäss dieser Verordnung zu melden."



Gerne hoffen wir, mit dieser Stellungnahme einen konstruktiven Beitrag zu einer lösungsorientierten und praktikablen Offenlegungsregelung geleistet zu haben.

Mit freundlichen Grüßen

SCHELLENBERG WITTMER

Martin Lanz

Oliver Triebold

Lorenzo Olgiati

Michael Gruber

Eidgenössische Bankenkommision  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
CH-3001 Bern

thomas.hess@ebk.admin.ch

Zürich, 4. August 2008

## **Öffentliche Anhörung der Entwürfe für die Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA) und die neue Übernahmeverordnung (UEV-UEK) per 1. Januar 2009**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf das auf Ihrer Website veröffentlichte Schreiben vom 20. Juni 2008, mit dem Sie eine öffentliche Anhörung zur Teilrevision der BEHV-FINMA eröffnen und interessierten Kreisen Frist bis 4. August 2008 ansetzen, um ihre Stellungnahmen einzureichen.

Wir haben unsere Stellungnahme auch mit der Schweizerischen Bankiervereinigung besprochen und vertreten in den wesentlichen Punkten die Meinungen und Ansichten, wie sie in deren Schreiben vom 4. August 2008 an Sie enthalten sind.

### **1. Einleitende Bemerkungen**

In Ihrem Schreiben vom 20. Juni 2008 halten Sie fest, dass die vorgelegten Modifikationen einerseits eine unmittelbare Konsequenz des neuen FINMAG darstellen und andererseits im Zusammenhang mit der Verschärfung des Offenlegungsrechts im Bereich der Wertpapierleihe und der Finanzinstrumente stehen. Unsere Stellungnahme bezieht sich ausschliesslich auf die Revision von Art. 13 BEHV-FINMA und die damit verbundenen Anpassungen der UEV-UEK und kommentiert die übrigen Aspekte der Teilrevision nicht.

Wie wir bereits in unseren Stellungnahmen vom 7. Mai 2007 sowie vom 15. Oktober 2007 festgehalten haben, unterstützen wir das mit der Revision von Art. 13 BEHV-FINMA angestrebte Ziel, qualifizierte Beteiligungen an kotierten Unternehmen in der Schweiz transparenter zu machen.

Bedauerlich ist allerdings, dass die Revisionsvorschläge unseres Erachtens die verfolgte Zielsetzung nach erhöhter Transparenz mit der unterbreiteten Neuformulierung von Art. 13 BEHV-FINMA nicht vollumfänglich erreichen. Insbesondere im Hinblick auf die Strafdrohung von Art. 41 BEHG, wonach die Verletzung von Meldepflichten mit Busse bestraft wird, ist eine möglichst eindeutige und bestimmte Regelung des Offenlegungsrechts zentral.

In diesem Sinne halten wir die folgenden Ergänzungen beziehungsweise Änderungen von Art. 13 BEHV-FINMA für nötig:

## 2. Art. 13 BEHV-FINMA

### 2.1. Absatz 1: „Klassische“ Optionen

Nach geltender Fassung von Art. 13 BEHV-EBK sind Optionen mit Anspruch auf Realerfüllung und Optionen mit Barausgleich denselben Bestimmungen über die Meldepflicht unterstellt. Gemäss Ihrem Erläuterungsbericht vom Juni 2008 führte die Erfassung sämtlicher Optionsformen unter die Meldepflichtgrenzen jedoch zu einer „Fülle von zum Teil äusserst voluminösen Meldungen“ und dadurch eher zu Desinformation als zu erhöhter Transparenz. Gestützt auf diese Erfahrungen soll Optionen mit Barausgleich in der revidierten Fassung von Art. 13 BEHV-FINMA eine erhöhte Freigrenze eingeräumt werden. Abs. 1 von Art. 13 BEHV-FINMA erfasst somit neu nur noch die so genannten klassischen Optionen, Optionen mit einem Anspruch auf Realerfüllung, während Optionen mit Barausgleich unter Art. 13 Abs. 2 und 3 BEHV-FINMA zu subsumieren sind.

Wir begrüssen die eigenständige Behandlung der Optionen mit Barausgleich. Zu Gunsten einer unmissverständlichen Regelung schlagen wir zusätzlich vor, Art. 13 Abs. 1 BEHV-FINMA wie folgt zu ergänzen:

Art. 13 Finanzinstrumente

<sup>1</sup>Der Meldepflicht unterstehen:

- a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen) **mit Anspruch auf Realerfüllung**;
- b. das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen) **mit Anspruch auf Realerfüllung**.

[...]

### 2.2. Absatz 2: Allgemeine Meldepflicht für weitere Finanzinstrumente

#### a. Halten von Finanzinstrumenten

Die Ausdehnung der Meldepflicht auf das Halten von Finanzinstrumenten (Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA) lehnen wir ab.

Art. 20 BEHG unterstellt den Erwerb und die Veräusserung von Beteiligungspapieren sowie die Ausübung von Wandel- oder Erwerbsrechten der Meldepflicht. Der Revisionsentwurf von Art. 13 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA erweitert diese Tatbestände mit jenen des Schreibens oder Haltens von Finanzinstrumenten. Die Meldepflicht nach Art. 20 BEHG soll wesentliche Veränderungen bei bedeutenden Beteiligungen an kotierten schweizerischen Gesellschaften für sämtliche Kapitalmarktteilnehmer offenlegen. Das blosses Halten von Finanzinstrumenten nach Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA führt jedoch *nach* deren Erwerb nur dann zu einer erneuten effektiven oder potentiellen Ver-

änderung des Titelbestandes, wenn zusätzlich weitere Beteiligungspapiere oder Finanzinstrumente erworben oder veräussert werden. Dass die bereits gehaltenen Instrumente bei einer solchen weiteren Handlung in die Berechnung der Meldepflichtschwellen nach Art. 9 ff. BEHV-FINMA einbezogen werden, ergibt sich bereits aus den allgemeinen Berechnungsgrundsätzen zur börsenrechtlichen Meldepflicht und muss – ebenso wenig wie in Bezug auf die weiteren meldepflichtigen Titel – nicht explizit festgehalten werden. Welche weiteren Meldepflichten aus dem blossen Halten von Finanzinstrumenten entstehen könnten, ist nicht ersichtlich.

Wir bitten Sie daher, von der Aufnahme des Meldepflichttatbestands „Halten“ in Art. 13 BEHV-FINMA abzusehen.

#### **b. Erfassen von Finanzinstrumenten ohne Übernahmeabsicht**

Wir unterstützen eine Differenzierung zwischen Optionen mit Barausgleich und Optionen mit Anspruch auf Realerfüllung. Allerdings lehnen wir eine Ausdehnung der Meldepflicht auf Optionen mit Barausgleich und vergleichbare Finanzinstrumente, welche nicht im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben werden, ab. Gestützt auf die Begründung der Schweizerischen Bankiervereinigung<sup>1</sup> sowie zu Gunsten einer eindeutigen Regelung bitten wir Sie zudem, nur Finanzinstrumente auf *einen* Basiswert (statt „vorwiegend“ einen) zu erfassen.

Optionen sowie andere Finanzinstrumente ermöglichen dem Erwerber nur dann einen wirtschaftlichen Beteiligungserwerb, wenn die Finanzinstrumente die effektive Titellieferung während oder bei Ende der Laufzeit vorsehen oder wenn der Erwerber mit der Emittentin der Produkte diesbezügliche Absprachen trifft. Andernfalls besteht auch faktisch keine Gewähr, dass der Erwerber nach Ende der Laufzeit der Finanzinstrumente von der Emittentin die entsprechenden Beteiligungspapiere erwerben kann. Zwar ist denkbar, dass sich die Emittentin während der Laufzeit der Instrumente durch den Erwerb der Basiswerte absichert. Zugleich wird sie sich in aller Regel aber auch mit einem Gegengeschäft auf das Abstossen der Beteiligungspapiere vorbereiten und ist damit nicht auf die physische Übernahme der Titel durch den Erwerber angewiesen. Schliesslich kann sie die Absicherung ihrer Emission auch über eine Drittpartei vornehmen, ohne dabei die Basiswerte selbst zu erwerben. Die blosser Hoffnung auf die Möglichkeit einer Übernahme von Beteiligungspapieren nach Ende der Laufzeit der Finanzinstrumente verschafft jedoch dem Erwerber der Finanzinstrumente noch keine Anwartschaft auf die entsprechenden Beteiligungspapiere und führt per se auch nicht zu einem (wirtschaftlichen) Beteiligungserwerb.

Damit der Erwerb, die Veräusserung oder das Schreiben von Finanzinstrumenten zu einem durch Art. 20 BEHG erfassten Verhalten führen, müssen diese Tätigkeiten *entweder* zu einem unmittelbaren wirtschaftlichen Erwerb führen *oder* durch ein qualifizierendes Merkmal seitens des Erwerbers gekennzeichnet sein. Die *erste Konstellation* liegt beispielsweise dann vor, wenn zwischen dem Erwerber und dem Emittenten eines Finanzinstruments diesbezügliche Absprachen getroffen wurden. Dieser Tatbestand bedarf keiner gesonderten Aufnahme in Art. 13 BEHV-FINMA, sondern wird unmittelbar

---

<sup>1</sup> Stellungnahme vom 4. August 2008,

von Art. 20 Abs. 1 BEHG erfasst. Die *zweite Konstellation*, in welcher für den Erwerber der Finanzinstrumente erst die Möglichkeit eines Beteiligungserwerbs besteht, kann nur zu einer Meldepflicht führen, wenn der Erwerb der Instrumente im Hinblick auf einen effektiven Beteiligungserwerb vorgenommen wird. Davon ist in Übereinstimmung mit Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG einzig dann auszugehen, wenn die Geschäfte im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot getätigt werden.

Gestützt auf die vorangehenden Ausführungen schlagen wir daher vor, Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA wie folgt zu formulieren:

Art. 13 Finanzinstrumente

[...]

<sup>2</sup>Der Meldepflicht unterstehen zudem der Erwerb, die Veräusserung, **oder** das Schreiben ~~oder das Halten~~ von Finanzinstrumenten, ~~die aufgrund ihrer Struktur es dem Berechtigten wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben, zu veräussern oder zu halten wie Optionen mit Barausgleich, Differenzgeschäften, oder~~ Finanzinstrumenten auf einen ~~oder vorwiegend auf einen~~ Basiswert, **die es dem Berechtigten aufgrund ihrer Struktur wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben oder zu veräussern.**

### **2.3. Absatz 3: Freigrenze**

Gestützt auf die Ausführungen unter Ziffer 2.2.b dieser Stellungnahme entfällt unseres Erachtens die Notwendigkeit zur Statuierung einer Freigrenze für Optionen mit Barausgleich und vergleichbaren Instrumenten.

Sobald Finanzinstrumente einem Beteiligten ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben oder zu veräussern, sind sie der Meldepflicht unterstellt. Sofern der Erwerb beziehungsweise die Veräusserung der Finanzinstrumente jedoch nicht im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot vorgenommen wird, entfällt die Notwendigkeit zur Erfassung dieser in aller Regel nicht auf den Erwerb von Beteiligungspapieren ausgerichteten, sondern der reinen Finanzanlage dienenden Instrumente.

### **2.4. Absatz 4: Meldepflicht im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot**

Aufgrund unseres Formulierungsvorschlags zu Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA wird Art. 13 Abs. 4 BEHV-FINMA ebenfalls redundant: Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA erfasst bereits sämtliche Finanzinstrumente, die den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren *im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot* ermöglichen.

Selbst wenn sich die EBK dazu entschliesst, Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA in der Entwurfsfassung beizubehalten, kommt Art. 13 Abs. 4 BEHV-FINMA keine eigenständige Bedeutung zu. Finanzinstrumente werden in aller Regel nur dann *im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot* erworben, veräussert oder geschrieben, wenn sie dem Be-

rechtigten zugleich wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben oder zu veräussern. Diese Finanzinstrumente werden jedoch bereits durch Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA erfasst, da die Aufzählung der betroffenen Instrumente in diesem Absatz keine abschliessende ist.

Ferner werden der Erwerb, die Veräusserung oder das Schreiben von Finanzinstrumenten, welche dem Berechtigten *keine* Möglichkeit zum wirtschaftlichen Beteiligungserwerb einräumen, nicht vom Geltungsbereich von Art. 20 BEHG erfasst. Gemäss dieser Bestimmung sollen qualifizierte Beteiligungen an kotierten Unternehmen in der Schweiz für die Anleger transparent gemacht werden. Werden nun Finanzinstrumente aus anderen Gründen als dem Beteiligungserwerb erworben, veräussert oder geschrieben, so wird mit deren Meldung auch keine erhöhte Transparenz über die Beteiligungsverhältnisse an kotierten Unternehmen bewirkt. Die Statuierung einer diesbezüglichen Meldepflicht würde daher der Zielsetzung von Art. 20 BEHG nicht entsprechen.

Gestützt auf die vorangehenden Ausführungen schlagen wir daher vor, Art. 13 Abs. 4 BEHV-FINMA zu streichen. Einer Integration der Vermutung aus Abs. 4 in die durch uns vorgeschlagene Fassung von Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA stehen wir jedoch nicht grundsätzlich entgegen.

### 3. Revisionsentwurf UEV-UEK

Wir begrüssen die Vereinheitlichung der Begriffe in BEHV-FINMA und UEV-UEK. Der Verweis in Art. 2 Abs. 2 UEV-UEK auf Art. 13 BEHV-FINMA und die Aufnahme des Begriffs „Finanzinstrumente“ in weitere Bestimmungen der UEV-UEK erscheint jedoch nur dann sinnvoll, wenn Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA in der oben unter Ziffer 2.2.b. vorgeschlagenen Weise formuliert wird. Würde die im Revisionsentwurf unterbreitete Fassung von Art. 13 Abs. 2 BEHV-FINMA beibehalten, wären die Anbieter eines öffentlichen Kaufangebots u.U. zur Offenlegung von Transaktionen gehalten, welche in keinem Zusammenhang zum fraglichen öffentlichen Kaufangebot stünden. Bei den Adressaten des öffentlichen Kaufangebots würde dadurch nicht erhöhte Transparenz, sondern Unklarheit hervorgerufen.

Für allfällige Fragen steht Ihnen der Rechtsunterzeichnende jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte

Eric Wasescha

Enrico Friz



31. Juli 2008

Eidg. Bankenkommission  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
3001 Bern

per Email an [thomas.hess@ebk.admin.ch](mailto:thomas.hess@ebk.admin.ch)

## Revision der Übernahmeverordnung UEV per 1. Januar 2009 – Vernehmlassung

Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben die interessierten Kreise am 24. Juni 2008 eingeladen, zum Entwurf der Totalrevision der Übernahmeverordnung durch die Übernahmekommission Stellung zu nehmen. Gerne nimmt unsere Vereinigung – sie umfasst 46 grosse schweizerische Gesellschaften, die zusammen die bedeutendste Emittentengruppe an der SWX ausmachen – die Gelegenheit wahr, sich wie folgt zu den vorgeschlagenen Neuerungen zu äussern.

### Vorbemerkungen

SwissHoldings hatte sich in der Revision der Behördenorganisation im Übernahmewesen (Totalrevision der Bundesverwaltungsrechtspflege) kritisch zu den neuen Zuständigkeiten und Verfahrensvorschriften geäußert (vgl. unsere Stellungnahme vom 7. Juli 2005). Insbesondere befürchteten wir eine Erschwerung und Verlängerung des heutigen schlanken und pragmatischen Verfahrens vor der Übernahmekommission bzw. den Rechtsmittelinstanzen.

Die vom Gesetzgeber beschlossene neue Verfahrensordnung im Übernahmewesen weist der Übernahmekommission nunmehr Verfügungskompetenz zu. Die neue FINMA wird zur Beschwerdeinstanz nach VwVG. Letzte Instanz ist das Bundesverwaltungsgericht. Minderheitsaktionäre erhalten Parteistellung. Zu begrüßen sind die kurzen Rechtsmittelfristen. Auch die Fachkompetenz auf Stufe FINMA soll dazu beitragen, dass Beschwerden rasch und sachgerecht behandelt werden. Im Sinne der Sache ist zu wünschen, dass das neu formierte Bundesverwaltungsgericht für eine ebenso zügige und kompetente Behandlung von Beschwerden besorgt ist bzw. sein wird.

**SwissHoldings begrüsst die Bemühungen der Übernahmekommission, die bisher geübte pragmatische Handhabung des Übernahmeverfahrensrechts soweit möglich auch unter der neuen Gesetzesregelung beizubehalten.** Wir erachten ein schweizerisches Übernahmerecht mit schlanken und flexibel gehandhabten Verfahrensvorschriften als wichtigen Standortvorteil, den es auch unter den neuen Voraussetzungen zu wahren gilt. Mit Blick auf dieses zentrale Anliegen bestehen bezüglich der total revidierten UEV einige **Zweifel und Ungewissheiten.**

**Folgende Kritikpunkte** stehen für SwissHoldings im Vordergrund:

### **Art. 3 und 4 – Verfügungen und Ausnahmen**

Bisher fällt die UEK Entscheide in Übernahmeverfahren in Form von (mitunter vielen) Empfehlungen in u.U. sehr kurzen Zeitabständen. Diese Verfahrensführung sollte im Lichte der neu gewährten Verfügungskompetenz und der ausgeweiteten Parteirechte (Stichwort: Minderheitsaktionäre) neu analysiert werden: Auch wenn die Rechtsmittelfristen kurz gehalten werden, dürften Verfügungen von deren Adressaten ein anderes Gewicht beigemessen werden als „blossen“ Empfehlungen. Neben der Möglichkeit der UEK, nach Art. 4 E-UEV Ausnahmen von einzelnen Bestimmungen zu gewähren, sieht das VwVG grundsätzlich auch die Möglichkeit von Zwischenentscheiden vor, die nur unter bestimmten Voraussetzungen angefochten werden können (vgl. Art. 46 VwVG). Hierzu äussert sich der Entwurf der UEV bzw. sein Kommentar nicht. Angesichts des Umstandes, dass der Entwurf eine Vielzahl von Verfügungen im Sinne von Art. 3 E-UEV bzw. Art. 5 VwVG vorsieht (vgl. etwa Art. 60 ff. E-UEV), sollte geprüft werden, inwiefern die Möglichkeit zum **Erlass von Zwischenverfügungen im Übernahmeverfahrensrecht** genutzt werden kann. Gegebenenfalls muss die UEK im Interesse der Verfahrensökonomie und –dauer von ihrer Ausnahmekompetenz Gebrauch machen.

Im Übrigen sollte durch den neu angefügten Abs. 2 in Art. 4 die heute geltende Ordnung betreffend Rückkäufe eigener Aktien gemäss **Mitteilung Nr. 1 der UEK nicht geändert** werden.

### **Art. 5 – Voranmeldung eines Angebotes / Grundsatz und Inhalt**

SwissHoldings spricht sich **gegen die Pflicht** aus, in der Voranmeldung eines Angebotes im Sinne einer allgemeinen „Rechtsmittelbelehrung“ und einer Wiederholung des Gesetzes **anzuführen, dass Minderheitsaktionäre Parteirechte ausüben können.**

### **Art. 9 – Gleichbehandlungsgrundsatz**

Bislang wird der Grundsatz bei **Pflichtangeboten** so verstanden, dass die Gleichbehandlung gegenüber Besitzern von Beteiligungspapieren gleicher Art gewährt werden muss. Für den Angebotspreis gilt zudem die Mindestpreisregel und die „best price rule“. Demgegenüber betrifft der bestehende Art. 10 Abs. 4 UEV den Gleichbehandlungsgrundsatz bezüglich des Preises bei **freiwilligen Angeboten**. Ein Ausdehnen dieses Grundsatzes auch auf die Preisbildung bei Pflichtangeboten ist angesichts der bestehenden Regeln überflüssig und kann sogar Probleme bereiten: Sein Regelungsgehalt ist nicht klar und dürfte im Zweifelsfall eher zu Rechtsunsicherheit und möglichen Rechtsstreitigkeiten führen. Wir beantragen deshalb die **ersatzlose Streichung des neuen Abs. 3 von Art. 10 E-UEV.**

### **Art. 20 – Angaben über die Finanzierung des Angebotes**

Aus dem Kommentar zum Entwurf der UEV geht nicht hervor, welchem Zweck „**präzise**“ Angaben wie Kreditlinien, Höhe, Bankenkonsortien, Laufzeiten und dergleichen dienen sollen. Das Vorhandensein der Finanzierung und die Verfügbarkeit der Mittel werden **durch die Angebotsprüfstelle geprüft**. Insofern sind diese Angaben für die Prüfstelle relevant. Zudem ist die UEK über diese Prüfung und die Prüfungsgrundlagen jederzeit informiert bzw. kann sich diese Informationen beschaffen. Demgegenüber dürften die zusätzlich verlangten Angaben im Angebotsprospekt **keine weitergehende Sicherheit** bieten. Es ist auch nicht erkennbar, wie dadurch die Informationslage des Empfängers des Angebots verbessert werden kann. Gegebenenfalls ist es am Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, in seinem Bericht zuhanden der Angebotsempfänger auf

Zweifel oder Fragen im Zusammenhang mit der Finanzierung des Angebots hinzuweisen (vgl. Art. 29 Abs. 1 2. Satz E-UEV). **Auf die Ergänzung „präzise“ ist deshalb zu verzichten.**

### **Art. 29 – Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft / Grundsätze**

Den Vorschlag, das **Abstimmungsverhältnis** beim Entscheid zur Annahme oder Ablehnung des Angebots im VR-Bericht anzugeben, lehnen wir ab (Art. 29 Abs. 3 E-UEV). Der Verwaltungsrat urteilt als **Kollegialbehörde** und steht auch als solche in der Pflicht. Im Rahmen von Übernahmeverfahren unterliegt er **vielfältigen Informationspflichten**: Er hat Interessenkonflikte, geplante Abwehrmassnahmen und allfällige Abgangsentschädigungen bzw. weitere relevante Vereinbarungen offenzulegen. Welchen zusätzlichen Informationsgehalt in diesem Umfeld die Offenlegung des Abstimmungsverhältnisses haben könnte, geht auch aus dem Kommentar nicht schlüssig hervor. Auf dieses neue Erfordernis ist deshalb **zu verzichten**.

SwissHoldings ist der Auffassung, dass die **Integration der „Fairness Opinion“** in den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft **nicht sinnvoll** ist (Art. 29 Abs. 5 E-UEV). Dies insbesondere mit Blick auf die Veröffentlichung des Berichts und den Wegfall der Möglichkeit, bei umfangreichen Berichten bloss eine Zusammenfassung zu veröffentlichen (vgl. Art. 32 Abs. 4 UEV-UEK, der gänzlich gestrichen werden soll). Die Transparenz der Preisbewertung würde mit der vorgeschlagenen Integration nicht erhöht; im Gegenteil wäre es wohl **der Übersichtlichkeit der Information abträglich**. Sinnvoller wäre es, wenn die „Fairness Opinion“ jedem Empfänger des Angebots auf der Website der Zielgesellschaft und der UEK zugänglich gemacht würde. Wir schlagen deshalb vor, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht auf diese alternative Zugänglichkeit hinweisen kann und die „Fairness Opinion“ nicht vollständig wiedergeben muss.

### **Art. 35 – Gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen**

Auf die **vorgeschlagene Ergänzung** in Art. 35 Abs. 2 lit. a E-UEV betreffend **Verkauf oder Erwerb von Vermögenswerten** sollte **verzichtet** werden. Der Begriff des „bedeutenden Anteils“ ist zu unbestimmt, um einen Gewinn an Klarheit für die bisher bereits geübte Praxis zu bringen. Da die Aufzählung in Art. 35 Abs. 2 UEV nicht abschliessend ist, steht es der UEK im Einzelfall zu, einen Verkauf oder Erwerb von Vermögenswerten auch ausserhalb des Anwendungsbereichs des heute geltenden lit. a als unzulässige Abwehrmassnahmen zu beurteilen. Auch der Kommentar legt nicht schlüssig dar, welchen Gewinn die Ergänzung im Verordnungstext bringen würde – das erwähnte Beispiel könnte wohl bereits unter geltender Ordnung als gesetzeswidrige Abwehrmassnahme taxiert werden.

Art. 29 Abs. 2 BEHG gibt den gesetzlichen Rahmen für Abwehrmassnahmen durch den Verwaltungsrat vor. SwissHoldings bezweifelt, dass das neu eingeführte explizite und - gemäss Wortlaut - ohne Ausnahmen geltende **Verbot des Handels mit eigenen Aktien** (Art. 35 Abs. 2 lit. e E-UEV) auf dieser gesetzlichen Grundlage zulässig ist. Der seinerzeitige Vorschlag des Bundesrates zum Verbot des Erwerbs und der Veräusserung eigener Aktien (vgl. BBI 1993 I 1454) wurde nämlich vom Gesetzgeber gestrichen, was die Einführung des uneingeschränkten Verbots auf dem Verordnungsweg ausschliesst. Und es gibt auch materiell genügend Gründe, weshalb der Handel in eigenen Aktien nicht per se verboten sein soll während eines Übernahmeverfahrens (etwa Aktienverkäufe zum Zwecke der Finanzierung, Hedging von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen). Die UEK selber stellt in ihrer Mitteilung Nr. 1 den Rückkauf eigener Aktien generell frei, soweit er 2 % nicht überschreitet. Der Handel in eigenen Aktien während eines Übernahmeverfahrens sollte deshalb wie bis anhin der in Art. 29 Abs. 2 BEHG verankerten grundsätzlichen

Anforderung genügen, dass er den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft nicht in bedeutender Weise verändert. Dieser Grundsatz reicht aus, um die Zulässigkeit des Handels mit eigenen Beteiligungspapieren in einem Übernahmeverfahren zu beurteilen. **Auf den vorgeschlagenen Art. 35 Abs. 2 lit. e E-UEV ist deshalb zu verzichten.**

#### **Art. 57 – Veröffentlichungen**

Der Einbezug der Verfahrensrechte der Minderheitsaktionäre (ab 2 % der Stimmrechte) sollte im Rahmen der Veröffentlichung der Verfügungen auf der **Website der UEK** sichergestellt werden. Hierzu bedürfte es einer **klaren Bestimmung in Art. 57 E-UEV.**

#### **Art. 64 – Einsprache**

Durch das Mittel der Einsprache können sich Minderheitsaktionäre ab 2 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft in ein Übernahmeverfahren vor der UEK einbringen (Art. 33b nBEHG). SwissHoldings begrüsst das Bestreben der UEK, der dadurch entstehenden Gefahr der Verlängerung der Verfahrensdauer im Rahmen der Verfahrensordnung entgegen zu treten. Hierfür mitentscheidend ist die **Regelung des Beginns des Fristenlaufs.** Dieser sollte **einheitlich** sein und unmittelbar an die **Veröffentlichung einer Verfügung** durch die UEK auf ihrer Website anknüpfen. Ohne Kenntnis der Verfügung selbst sowie von deren Erwägungen werden Minderheitsaktionäre ihre allfällige Einsprache nicht begründen können (vgl. Art. 64 Abs. 4 E-UEV). Demgegenüber sollte der Beginn der Einsprachefrist nicht mit der Publikation der vorgeprüften Voranmeldung bzw. des vorgeprüften Angebotsprospekts oder des Verwaltungsratsberichts verknüpft werden (vgl. Art. 64 Abs. 2 und 3). Dadurch könnte auch die Pflicht für Anbieter- und/oder Zielgesellschaft entfallen, die gesetzlich vorgesehenen Parteirechte der Minderheitsaktionäre zusätzlich in ihren Publikationen im Sinne einer vorausseilenden Rechtsmittelbelehrung erwähnen zu müssen (vgl. Art. 62 Abs. 4, Art. 5 Abs. 2 lit. g E-UEV).

Damit verbliebe einzig die **Frist zur Stellung des Antrags auf Teilnahme am Verfahren** gemäss Art. 61 E-UEV (nachträgliche Prüfung von Voranmeldung oder Angebotsprospekt) an die **Veröffentlichung der Voranmeldung oder des Angebotsprospekts** geknüpft (Art. 61 Abs. 2 E-UEV). Die sich am Verfahren beteiligenden Minderheitsaktionäre würden dadurch bereits in der (zeitlich) ersten Verfügung als Partei zugelassen, womit das Einspracheverfahren entfällt (vgl. Kommentar der UEK zu Art. 61 Abs. 3 E-UEV).

Im Übrigen unterstützen wir ausdrücklich die Regelung, nach der die Frist nur gewahrt ist, sofern die Einsprache innert der vier Börsentage bei der UEK **einlangt** (Art. 64 Abs. 4 E-UEV).

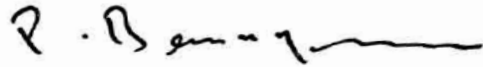
---

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Berücksichtigung unserer Anliegen.

Mit freundlichen Grüssen

**SwissHoldings**

Geschäftsstelle



Dr. Peter Baumgartner  
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Silvan Jampen  
Fürsprecher, M.B.L.-HSG

cc SH-Komitee

08-07-31-b-vernehmlassung-SwissHoldings

---

Treuhand-Kammer  
Limmatquai 120  
8001 Zürich

Telefon 044 267 75 75  
Telefax 044 267 75 85

Briefadresse:  
Postfach 1477  
8021 Zürich

Internet:  
www.treuhand-kammer.ch

Eidg. Bankenkommission  
Börsen und Märkte  
Herr Thomas Hess  
Postfach  
3001 Bern

Zürich, 21. Juli 2008

## Anhörung zu den Entwürfen der Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA) und der Übernahmeverordnung (UEV)

Sehr geehrter Herr Hess

Wir bedanken uns für Ihre Einladung zur Stellungnahme zu den oben genannten Entwürfen.

Gerne nutzen wir die Gelegenheit um auf - aus unserer Sicht - wichtige bzw. problematische Aspekte innerhalb der beiden Verordnungsentwürfe einzugehen.

### I. Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA)

#### Art. 12 Abs. 4

In Anlehnung an den Erläuterungsbericht schlagen wir vor, dass auch in der Verordnung von **elektronischen** Handelsplattformen gesprochen wird.

Zudem sollte der Begriff „elektronische Handelsplattform“ zur Vermeidung von Unsicherheiten bzw. abweichenden Interpretationen näher definiert oder allenfalls mittels eine Liste anerkannter Handelsplattformen konkretisiert werden.

#### Art. 13

Aufgrund der neuen Regelung zu den Finanzinstrumenten ergeben sich nun drei verschiedene Meldeschwellen für Finanzinstrumente:

- die gesetzlichen Meldeschwellen bei klassischen Optionen,
- die gesetzlichen Meldeschwellen, aber mit einer Freigrenze von weniger als 5 % für Cash settlement Optionen, Contracts for Difference und Finanzinstrumente auf einen Basiswert,

- die gesetzlichen Meldeschwellen, aber mit einer Freigrenze von bis zu 15 % für die übrigen Finanzinstrumente.

Es stellt sich die Frage, ob eine Regelung, die so zahlreiche unterschiedliche Grenzwerte kennt, für die Praxis nicht insgesamt zu kompliziert ist.

## Art. 18 Abs. 1

Wir empfehlen die Formulierung dieses Absatzes wie folgt zu ändern: "Die Meldung hat innert vier Börsentagen nach Entstehen der Meldepflicht bei der Gesellschaft und den Offenlegungsstellen **schriftlich** zu erfolgen." Am Schriftlichkeitserfordernis sollte aus Gründen der Rechtssicherheit festgehalten werden.

## Art. 19 Abs. 3

Die vorgeschlagene Version ist in Bezug auf die aufzuerlegenden Kosten unpräzise. Wir empfehlen die folgende Ergänzung in der Formulierung: "... können die Offenlegungsstellen umgehend die vorgeschriebenen Informationen veröffentlichen und der Gesellschaft **die durch die Ersatzmassnahme angefallenen** Kosten auferlegen."

## Art. 20 Abs. 2

Wir empfehlen eine Anpassung der Formulierung wie folgt: "Für bereits abgeschlossene Geschäfte wird **grundsätzlich** keine Ausnahme von der Meldepflicht gewährt."

Unser Vorschlag stellt eine Anpassung an die geltende Praxis der Offenlegungsstellen dar, die auch für bereits abgeschlossene Geschäfte Ausnahmen gewährt. Wir verweisen hierzu auch auf den Kommentar in Synopsis zu Art. 21.

## Art. 39 Abs. 2

Aus Gründen der Klarheit empfehlen wir, dass auch in Absatz 2 festgehalten wird, dass der Angebotspreis durch Tausch gegen Effekten geleistet werden kann, sofern alternativ auch eine Barzahlung angeboten wird.

Unser Formulierungsvorschlag lautet: "..., so kann der Angebotspreis durch Tausch **gegen Effekten** geleistet werden, sofern den Inhabern von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft alternativ eine Barzahlung angeboten wird."

## **II. Übernahmeverordnung (UEV)**

### **Art. 3 Abs. 2**

Die rechtliche Natur der Empfehlungen war bisher unklar. Obwohl die Prüfstelle diese in ihrer Arbeit berücksichtigt hat, war unklar, wie die Missachtung einer Empfehlung zu taxieren war, und ob es sich dabei allenfalls sogar um einen Gesetzesverstoss handelte. Verfügungen scheinen nun mehr Gewicht zu erhalten. Unseres Erachtens ist jedoch noch immer nicht ganz ersichtlich, ob Verfügungen aus anderen Transaktionen automatisch rechtswirksam werden für allfällige neue Transaktionen. Eine explizite Klarstellung wäre daher wünschenswert.

### **Art. 4 Abs. 1**

Die vorgeschlagene Bestimmung lässt zumindest die Frage zu, ob dadurch nicht eine willkürliche Einflussnahme auf Übernahmen bzw. die Bedingungen von Übernahmen seitens der UEK möglich wird.

### **Art. 6 Abs. 2 (sowie Art. 18 Abs. 2 und Art. 62 Abs. 5)**

Die Voranmeldung muss den bedeutenden elektronischen Medien zugestellt werden. Es bleibt offen bzw. es liegt damit wohl im Ermessen der UEK, welche die bedeutenden elektronischen Medien sind. Es wäre zumindest wünschenswert, dass im Rahmen dieser Verordnung die bedeutenden elektronischen Medien benannt werden.

Darüber hinaus wurde gegenüber der geltenden Übernahmeverordnung der Satzteil "mindestens einem" gestrichen, so dass es nicht länger ausreicht, die entsprechenden Dokumente einem Anbieter von elektronischen Medien zuzustellen. Es erscheint doch eher übertrieben und unnötig, Zustellungen an sämtliche dieser elektronischen Medien zu verlangen, da eine Veröffentlichung in einem elektronischen Medium ja ohnehin von den übrigen Medien übernommen wird.

### **Art. 7 Abs. 2**

Dieser Artikel reglementiert die Änderungen, die im Angebotsprospekt im Vergleich zur Voranmeldung vorgenommen werden dürfen.

Kritisch zu sehen ist die Bestimmung, wonach der Angebotspreis nur geändert werden darf, wenn sich dieser gesamthaft gesehen zugunsten der Empfänger auswirkt.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob es der Anbieterin nicht weiterhin möglich sein sollte in begründeten Fällen (z.B. als Ergebnis einer durchgeführten "due diligence review") den ursprünglichen Preis auch nach unten zu korrigieren. Andernfalls steht zu befürchten, dass Übernahmen so unattraktiver werden könnten.



## Art. 11

Die bisherige Bestimmung, wonach vom Vertreter des Anbieters nicht vermutet wurde, dass er in gemeinsamer Absprache oder in einer organisierten Gruppe mit dem Anbieter handelt, wird ersatzlos gestrichen. Die UEK will den Vertreter wie jeden anderen Dritten behandeln und den Vertrag zwischen diesem und dem Anbieter genau untersuchen, um festzustellen, ob er in gemeinsamer Absprache handelt. Die Vertreter des Anbieters sind meistens im Auftrag und damit nicht auf eigene Rechnung handelnde Anwälte, Steuerberater und Investmentbanken.

Es erscheint uns übertrieben die gesetzliche Vermutung zugunsten der Berater zu streichen, zumal eine solche Vermutung ja durch Beweis des Gegenteils umgestossen werden kann (vgl. auch Empfehlung UEK i.S. Saurer AG vom 31. Oktober 2006, E. 2.1.5).

Zu bedenken ist auch, dass die Beurteilung der vertraglichen Beziehungen zwischen dem Anbieter und deren Vertreter so zu einem zusätzlichen Prüfgebiet für die Prüfstelle wird. Eine solche Überprüfung wird aber gerade in kritischen Situation schwierig sein.

## Art. 17 Abs. 2

Durch die vorgeschlagene Neuregelung werden weitere Abklärungen, Prüfungen und Publikationen notwendig werden. Dies kann den Übernahmeprozess insgesamt erheblich komplizierter werden lassen. Der Anbieter, und somit auch die Prüfstelle, werden vermehrt abschätzen müssen, ob neue Informationen für den Angebotsempfänger wesentlich sind. Bisher wurde diese Entscheidung mehrheitlich durch die UEK getroffen.

## Art. 19 Abs. 1 Bst. h

Die Vorgabe von verbindlichen Angaben im Angebotsprospekt ist sinnvoll. Fraglich ist jedoch Art und Ausmass allfälliger weiterer relevanter Angaben, die von der UEK verlangt werden können. Es ist nicht auszuschliessen, dass in der Praxis rasch der Eindruck der Willkür entsteht.

Weiterhin könnte die Vorschrift zur Folge haben, dass gegenüber der Prüfstelle die Erwartungshaltung eingenommen wird, dass sie selber abschätzt und antizipiert, ob in einem spezifischen Fall gewisse zusätzliche Informationen in den Angebotsprospekt aufzunehmen sind.

## Art. 20 Abs. 1

Bei Fremdfinanzierung stehen die Finanzierungsmittel normalerweise nicht schon bei Veröffentlichung des Angebots, sondern erst am Vollzugstag zur Verfügung. Die Auszahlung der Mittel ist in der Regel an verschiedene Bedingungen geknüpft, insbesondere, dass das Angebot zustande kommt. Deshalb wäre es - gleich wie bei Tauschangeboten mit noch zu beschaffenden Titeln (siehe Abs. 2 des gleichen Artikels) - sachgerechter, dass die Prüfstelle die Verfügbarkeit auf den Vollzugstag hin bestätigt.

Der Artikel könnte wie folgt formuliert werden (in Anlehnung an § 13.1 deutsches WpÜG):  
"... sowie die Bestätigung der Prüfstelle, dass der Anbieter die notwendigen Massnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel am Vollzugstag zur Verfügung stehen."

Weiterhin möchten wir hinweisen auf das eingefügte Wort "präzise". Diese Einfügung ist eher auslegungsbedürftig. Wenn jedoch - so legt es der Kommentar nahe - unter präzisen Angaben Aussagen zu den Kreditlinien, der Finanzierungshöhe, den Bankenkonsortien sowie den Laufzeiten zu verstehen sind, wäre es allenfalls überlegenswert dies direkt im Verordnungstext festzulegen.

Andernfalls wird sich die Definition von "präzise" in der Praxis noch etablieren müssen. Die UEK wird dazu sicher noch weitere Erklärungen in Entscheiden abgeben müssen. Gerade bei Finanzierungen durch Banken ist die Beurteilung von Bedingungen in Verträgen für die Prüfstelle zentral aber schwierig.

## **Art. 24 Abs. 5**

Während der Wortlaut der Verordnung eher in die Zukunft gerichtete Angaben zu verlangen scheint ("erwartete Auswirkungen"), spricht der Kommentar von einer "Pro forma-Rechnung" und "soll die Situation so dargestellt werden, wie wenn die Transaktion bereits stattgefunden hätte". Wortlaut und Kommentar sind in gewissem Masse widersprüchlich, da bei einer Pro Forma-Rechnung nach allgemein anerkannten Grundsätzen Erwartungen, z.B. erwartete Synergien, gerade nicht berücksichtigt werden dürfen. Zudem ist nicht klar, wie detailliert die Angaben im Prospekt sein müssen, d.h. ob eine Pro forma-Bilanz und -Erfolgsrechnung verlangt wird, wie dies unter dem deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) verlangt wird. Die UEK müsste hier klarere Vorgaben machen.

Ausserdem ist zu beachten, dass sich die Erstellung eines solchen Zahlenwerks und deren Überprüfung durch die Prüfstelle, insbesondere im Falle eines feindlichen Umtauschangebots, als sehr schwierig oder sogar unmöglich erweisen kann, da diesfalls kein Zugriff auf nicht-öffentliche Daten der Zielgesellschaft möglich ist, was bei der Erstellung von Pro forma-Rechnungen regelmässig notwendig ist.

Neben dem Aspekt der mangelnden Zugänglichkeit der Daten stellt sich auch die Frage des Detaillierungsgrads einer solchen Prüfung, d.h. ob es sich um eine Audit oder einen Review handeln sollte.

## **Art. 25 Abs. 2**

Diese neue Bestimmung hält fest, dass die Prüfstelle unabhängig sein muss.

Dies hat die UEK bereits bisher verlangt und insbesondere nicht toleriert, wenn andere Abteilungen der Prüfgesellschaft im Übernahmeverfahren Beratungsdienstleistungen an Parteien erbracht haben.

Die UEK hat jedoch immer festgehalten, dass die Funktion als Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft als solche die Unabhängigkeit der Prüfstelle nicht beeinträchtigt.

Wenn nun Art. 25 Abs. 2 neu explizit die Unabhängigkeit der Prüfstelle verlangt, sollte unseres Erachtens gleichzeitig explizit festgehalten werden, dass die Funktion als Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft die Unabhängigkeit als Prüfstelle nicht tangiert.

## Art. 26 Abs. 1

Wir verweisen auf unseren Kommentar zu Art. 3: Kommen allen Verfügungen generell "Gesetzescharakter" zu und müssen alle bisherig erlassenen Verfügungen für jedes Angebot auch in dem dann zu prüfenden Angebot zwingend eingehalten sein?

## Art. 27 Abs. 1

Gemäss dieser Bestimmung muss die Prüfstelle neu prüfen, ob die Bestimmungen des Gesetzes und der Verordnungen sowie die Verfügungen der UEK während der gesamten Dauer des Angebotes und 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist eingehalten wurden. Bisher hatte die Prüfung in der Zeit zwischen Vollzug des Angebots und 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist nur die Einhaltung der Best Price Rule betroffen (gestützt auf die Praxis der UEK).

Es ist aus unserer Sicht hier nicht ersichtlich, welche weiteren Bestimmungen in dieser Zeit nach Vollzug weiter gelten und von der Prüfstelle geprüft werden müssten. Wir schlagen daher folgenden Wortlaut vor: „...während der ganzen Dauer des Angebots und - **hinsichtlich der Best Price Rule** – 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist eingehalten wurden“

## Art. 29 Abs. 5

Ersteller von Fairness Opinions sollen die Voraussetzungen von Art. 25 Abs. 1 BEHG erfüllen. Sofern dies eine von der Aufsichtsbehörde anerkannte Revisionsstelle ist, stellt sich die Frage, ob ein leitender Prüfer gemäss Art. 26 Abs. 2 FINMAG die Fairness Opinion mitunterzeichnen müsste. Dieses Erfordernis würde jedoch in keiner Weise der Aufgabenteilung der grösseren Revisionsgesellschaften entsprechen. Bei diesen sind nämlich die Unternehmensbereiche Bewertung und Prüfung organisatorisch und vor allem personell voneinander getrennt. Entsprechend werden Fairness Opinions von den Corporate Finance/Valuation-Abteilungen dieser Unternehmen abgegeben. Die unterzeichnenden Personen verfügen regelmässig nicht über die Qualifikation gemäss Art. 26 Abs. 2 FINMAG. Im übrigen wäre es nicht sachgerecht, bei Prüfgesellschaften diese Voraussetzung zu verlangen, nicht jedoch bei Effekthändlern, die gemäss Art. 25 Abs. 1 BEHG ebenfalls Fairness Opinions erstellen dürfen. Andernfalls würden Prüfgesellschaften und Effekthändler ungleich behandelt. Die gleiche Frage stellt sich im übrigen auch bei der Erstellung von Bewertungsberichten, welche die Prüfstelle abgibt sowie ganz allgemein bei der Abgabe von Prüfstellenberichten.

## Art. 40

In Art. 40 wird eine sehr detaillierte Meldepflicht konstituiert. Aus unserer Sicht stellt sich die Frage, ob dies wirklich notwendig ist bzw. vor welchem Hintergrund dies als sachgerecht erachtet wird.

Wir bedanken uns noch einmal für die Gelegenheit zur Stellungnahme. Für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

TREUHAND  KAMMER



Pascal Portmann  
Präsident Fachkommission Bankenrevision



Thorsten Kleibold  
Fachbereichsentwicklung