

**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](http://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-gesettelte" 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**

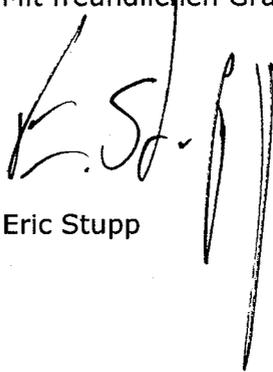
Die vorgeschlagenen Modifikationen bedürfen keiner besonderen Stellungnahme.

\* \* \*

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

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'E. Stupp', with a long vertical flourish extending downwards from the end of the signature.

Eric Stupp

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Rashid Bahar', with a large, stylized 'RB' monogram at the beginning.

Rashid Bahar