

PER E-MAIL (pierre.besson@ebk.admin.ch)
Eidgenössische Bankenkommission
Börsen und Märkte
Postfach
CH-3001 Bern

9. Januar 2004 APH

Intern | APH | PT GRT | RevisionBEHV-UEV | Homburger.doc

Dr. iur. Hansjürg Appenzeller
Rechtsanwalt

Homburger Rechtsanwälte
Weinbergstrasse 56 | 58
CH-8006 Zürich
Postfach 338 | CH-8035 Zürich

Stellungnahme zu den Revisionsentwürfen BEHV-EBK und UEV-UEK vom Oktober 2003

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 17. Oktober 2003 hat die Eidgenössische Bankenkommission (**Bankenkommission** oder **EBK**) interessierte Kreise eingeladen, zur geplanten Revision der Verordnung der EBK über die Börsen und den Effektenhandel (**Börsenverordnung-EBK** oder **BEHV-EBK**) und der Verordnung der Übernahmekommission (**Übernahmekommission** oder **UEK**) über öffentliche Kaufangebote (**Übernahmeverordnung** oder **UEV-UEK**) Stellung zu nehmen.

Die Anwaltskanzlei Homburger reicht hiermit eine Stellungnahme zu den Revisionsvorschlägen ein, die von Dr. Hansjürg Appenzeller unter Mitwirkung von Dres. Heinz Schärer, René Bösch, Daniel Daeniker und Claude Lambert verfasst wurde. Unsere Stellungnahme gliedert sich wie folgt:

Telefon +41 43 222 10 00
Fax +41 43 222 15 00
hansjuerg.appenzeller@homburger.
ch

I.	Vorbemerkungen	3
II.	Bemerkungen zu den einzelnen Artikeln	4
A.	Revisionsvorschläge zur BEHV-EBK	4
	1. Art. 9 BEHV-EBK: Grundsatz	4
	2. Art. 10 Abs. 1 ^{ter} BEHV-EBK: Entstehen der Meldepflicht	5
	3. Art. 14 Abs. 1 lit. e BEHV-EBK: Weitere meldepflichtige Tatbestände	8
	4. Art. 15 Abs. 2 lit. b BEHV-EBK: Handeln in gemeinsamer Absprache und organisierte Gruppen	9
	5. Art. 15 Abs. 3 BEHV-EBK: Handeln in gemeinsamer Absprache und organisierte Gruppen	9
	6. Art. 16 BEHV-EBK: Anlagefonds	9
	7. Art. 17 Abs. 2 BEHV-EBK: Inhalt der Meldung	12
	8. Art. 22 BEHV-EBK: Offenlegungsstelle und Verfahren	13
	9. Art. 27 BEHV-EBK: Handeln in gemeinsamer Absprache und als organisierte Gruppe	15
	10. Art. 29 BEHV-EBK: Gegenstand des Pflichtangebotes	15
	11. Art. 35 BEHV-EBK: Verfahren	21
	12. Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK: Börsenkurs	23
	13. Art. 38 BEHV-EBK: Preis des vorausgegangenen Erwerbs	24
	14. Art. 39 Abs. 3 BEHV-EBK: Abgeltung des Angebotspreises	25
	15. Art. 47 BEHV-EBK: Inkrafttreten	25
B.	Revisionsvorschläge zur UEV-UEK	25
	1. Art. 4 UEV-UEK: Ausnahmen	25
	2. Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK: Wirkungen	28
	3. Art. 9 Abs. 3 UEV-UEK: Wirkungen	29
	4. Art. 10 Abs. 3 UEV-UEK: Gleichbehandlungsgrundsatz	29
	5. Art. 10 Abs. 6 und 7 UEV-UEK: Gleichbehandlungs- grundsatz	29
	6. Art. 11 UEV-UEK: Handeln in gemeinsamer Absprache und organisierte Gruppen	30
	7. Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK: Bedingungen des Angebotes	30
	8. Art. 14 Abs. 2 und 5 UEV-UEK: Dauer des Angebotes	30
	9. Art. 17 Abs. 1 ^{bis} UEV-UEK: Grundsätze	31
	10. Art. 18 Abs. 2 UEV-UEK: Veröffentlichung des Angebotes	31
	11. Art. 25 UEV-UEK: Prüfstelle	32
	12. Art. 29 Abs. 5 UEV-UEK: Grundsätze	36
	13. Art. 29 Abs. 6 UEV-UEK: Grundsätze	37
	14. Art. 35 Abs. 2 lit. d UEV-UEK: Gesetzwidrige Abwehr- massnahmen	40
	15. Art. 63 UEV-UEK: Inkrafttreten	40

I. Vorbemerkungen

Seit Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (**Börsengesetz** oder **BEHG**) hat sich eine reichhaltige Rechtsprechung zum Offenlegungs- und Übernahmerecht entwickelt. Trotz dieser Rechtsfortbildung ist die Rechtssicherheit, wie auch die Vorausssehbarkeit der Entscheide, aus Sicht des beratenden Anwaltes weitgehend gewährleistet. Bewährt hat sich vor allem die Praxis der Übernahmekommission, ihre Entscheide zeitnah zu veröffentlichen und leicht zugänglich zu machen¹. Ebenfalls ist hervorzuheben, dass das Vertrauen der Rechtssuchenden geschützt wird, wenn zum Beispiel die Übernahmekommission eine neue Praxis in Empfehlungen ankündigt, aber auf ihre Durchsetzung wegen der abweichenden, bisherigen Praxis im konkreten Fall verzichtet².

Aus Gründen der Rechtsklarheit begrüßen wir die Teilrevision im Offenlegungs- und Übernahmebereich. Zudem sind wir der Ansicht, dass diese Revision dazu genutzt werden sollte, Rechtssicherheit in Bereichen zu schaffen, die in unserer Beratung regelmässig schwierige Fragen aufwerfen.

Unsere Stellungnahme zu den Revisionsvorschlägen und insbesondere unsere Änderungs- und Ergänzungswünsche zielen auf Folgendes ab:

- redaktionelle Präzisierungen;
- rechtssystematische Anpassungen, insbesondere vor dem Hintergrund des neuen Bundesgesetzes über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (**Fusionsgesetz** oder **FusG**);
- Berücksichtigung der Anliegen eines beratenden Anwaltes;

¹ Art. 3 des Reglements der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997.

² Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 15. Dezember 2000 in Sachen *Axantis Holding AG*, E. 5.3; Empfehlung der Übernahmekommission vom 21. August 2003 in Sachen *EIC Electricity SA*, E. 9.3.

- Koordination der Verfahren vor der Übernahmekommission und Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange (**Offenlegungsstelle**); und
- Beachtung nationaler und internationaler Rechtsentwicklungen.

Die vorliegende Stellungnahme erfolgt artikelweise, zuerst zur Börsenverordnung-EBK 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 unser Textvorschlag, wobei Abweichungen zum Revisionsvorschlag markiert sind. Zusätzlich finden Sie der besseren Übersichtlichkeit halber in der Beilage die synoptische Darstellung der Revisionsentwürfe zur BEHV-EBK und zur UEV-UEK, in dem unsere Ergänzungs- und Änderungsvorschläge ebenfalls markiert in den Verordnungstext eingearbeitet sind.

II. Bemerkungen zu den einzelnen Artikeln

A. Revisionsvorschläge zur BEHV-EBK

1. Art. 9 BEHV-EBK: Grundsatz

Die historische Auslegung des Begriffs „*Beteiligungspapiere*“ ergibt, dass der Gesetzgeber darunter sowohl Beteiligungspapiere als auch andere Titel verstanden hat, welche ein Erwerbsrecht (namentlich Wandel- und Optionsrechte) auf solche Papiere enthalten³. In einer systematischen Auslegung gelten zudem Optionsrechte gemäss Art. 2 UEV-UEK auch als Beteiligungspapiere⁴.

Die vorgeschlagene Präzisierung des Begriffs "*Beteiligungspapiere*" fördert nicht die Rechtsklarheit, um die es hier gemäss Begründung im Revisionsvorschlag geht. Die Verwendung des Begriffspaares "*Beteiligungspapiere und Optionsrechte*" ist vielmehr aufgrund einer historischen und systematischen Auslegung unklar und irre-

³ Vgl. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993 (Sonderdruck) (BOTSCHAFT), S. 30 (Ziff. 212.4).

⁴ Vgl. auch Empfehlung der Übernahmekommission vom 13. Juni 2001 in Sachen *Sulzer Capital B.V.*, E.1.

führend. Der Klarheit wäre unseres Erachtens besser gedient, wenn diese Begriffe je nach Sachzusammenhang wie folgt gebraucht würden: "*Beteiligungspapiere (einschliesslich Optionsrechten)*" oder "*Beteiligungspapiere (ausgenommen Optionsrechten)*".

Dieser Änderungsvorschlag sollte im gesamten Text der Börsenverordnung-EBK und Übernahmeverordnung berücksichtigt werden.

2. Art. 10 Abs. 1^{ter} BEHV-EBK: Entstehen der Meldepflicht

Wir stimmen dem Revisionsvorschlag insofern zu, als sich Angaben in einem Geschäftsbericht nicht als Ersatz für börsenrechtliche Meldungen eignen. Die vorgeschlagene Änderung, wonach künftig die Melde- bzw. Publizitätspflichten nicht mehr durch entsprechende Angaben im Kotierungsprospekt ersetzt werden können, geht indessen zu weit und ändert eine bewährte sowie sachgerechte Praxis der Offenlegungsstelle bei Festübernahmen im Rahmen einer Kapitalerhöhung⁵. Die vorgeschlagene Änderung verursacht unnötige Kosten und widerspricht dem Transparenzgedanken.

a) Bisheriger Rechtszustand

Bei Festübernahmen unterstehen die übernehmenden Banken bzw. das Bankenkonsortium grundsätzlich der börsenrechtlichen Meldepflicht, wenn die Grenzwerte von Art. 20 BEHG erreicht, unter- oder überschritten werden⁶. Ein Bankenkonsortium, bestehend aus dem Lead Manager sowie den einzelnen Syndikatsbanken, gilt wegen dem koordinierten Erwerb von Beteiligungspapieren regelmässig als Gruppe im Sinne des Offenlegungsrechts (Art. 20 Abs. 3 BEHG und Art. 15 Abs. 2 lit. a BEHV-EBK). Mit Abschluss des Festübernahmevertrages (sog. *Underwriting Agreement*) hat daher das Bankenkonsortium bei Erreichen oder Überschreiten eines Grenzwertes grundsätzlich eine Gruppenmeldung zu erstatten. Die Auflösung des Syndikats (d.h. nach erfolgreicher Plazierung der

⁵ Mitteilung der Offenlegungsstelle (I/01) vom 26. November 2001 betreffend Melde- und Veröffentlichungspflichten von Underwritern bei Festübernahmen (**Mitteilung I/01 der Offenlegungsstelle**).

⁶ Sinngemäss gelten die nachfolgenden Ausführungen für Festübernahmen durch eine einzige Bank.

Beteiligungspapiere) stellt wiederum ein meldepflichtiges Ereignis dar (Änderung der Gruppe)⁷.

Gemäss bisheriger Praxis der Offenlegungsstelle kann die Meldepflicht bei Festübernahmen im Rahmen von Kapitalerhöhungen mit entsprechenden Angaben im Kotierungsprospekt erfüllt werden⁸. Dabei genügt es, die Mitglieder des Bankenkonsortiums mit ihren entsprechenden Aktien- und Stimmrechtsanteilen (vor und nach Übernahme der Aktien) zu bezeichnen, und zwar ohne Angaben über ihre direkten und indirekten Eigentümer (vgl. Art. 17 Abs. 2 BEHV-EBK). Eine separate Gruppenmeldung ist bei Auflösen des Syndikates nach erfolgreicher Aktienplazierung nicht mehr erforderlich. Diese Praxis ist sinnvoll, da sie ohne administrativen Mehraufwand eine einfache und transparente Erfüllung der Meldepflicht erlaubt.

b) Auswirkungen des Revisionsvorschlages bei Festübernahmen

Die vorgeschlagene Neuregelung, wonach die Melde- bzw. Publizitätspflichten **nicht** durch entsprechende Angaben im Kotierungsprospekt ersetzt werden können, verursacht dagegen nicht nur höheren administrativen Aufwand, sondern ist dem Transparenzgedanken abträglich.

Im klassischen Festübernahmeverfahren führt die vorgeschlagene Regelung dazu, dass die Syndikatsbanken als Gruppe je mit Unterzeichnung des Festübernahmevertrages und mit Plazierung der Aktien meldepflichtig würden, wenn Grenzwerte gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG erreicht, über- bzw. unterschritten würden. Die Meldung müsste gemäss Art. 17 Abs. 1 und 2 BEHV-EBK neben den erforderlichen Angaben über die Gruppe⁹ auch Informationen über

⁷ Anstelle solcher börsenrechtlicher Meldungen ist es möglich, ein Gesuch um eine Ausnahme von der Meldepflicht bei der Offenlegungsstelle vor Abschluss des Festübernahmevertrages einzureichen (Art. 20 Abs. 1 lit. a und b sowie Abs. 3 BEHV-EBK). Eine Ausnahme wird in der Regel gewährt, wenn die Beteiligungspapiere im Rahmen einer Festübernahme (i) ausschliesslich zwecks späterer Plazierung im Publikum übernommen werden, (ii) die Plazierungsdauer kurz ist (in der Regel ca. 10 Tage) und (iii) keine Absicht besteht, auf die Geschäftsführung des Emittenten mittels Stimmrechtsausübung Einfluss zu nehmen.

⁸ Ziff. II/2 der Mitteilung I/01 der Offenlegungsstelle.

⁹ Eine Gruppe muss gemäss Art. 20 Abs. 3 BEHG und Art. 15 Abs. 3 BEHV-EBK bzw. Art. 17 Abs. 1bis BEHV-EBK Meldung erstatten.

die wirtschaftlichen Berechtigten an den Syndikatsbanken enthalten. Eine solche Gruppenmeldung müsste somit unter anderem alle diejenigen Personen aufführen, welche direkt oder indirekt Stimmrechtsanteile an einem Syndikatsmitglied halten¹⁰. Da die Syndikatsbanken regelmässig Teil eines grossen Finanzkonzerns sind, müssten solche Gruppenmeldungen vollständige Angaben über die beteiligten Konzerngesellschaften sowie komplizierte Beteiligungsverhältnisse innerhalb des Konzern aufführen. Diese Angaben haben jedoch für die Marktteilnehmer keinen Informationsgehalt und würden einen erheblichen Aufwand (wie z.B. Zusammenstellen der Beteiligungsverhältnisse und Angaben zur Gruppe, Redaktion der Meldung und rechtliche Beratung) zur Folge haben. Vermieden werden könnte dieses aufwendige Vorgehen nur, wenn das Bankenkonsortium ein Gesuch um eine Ausnahme von der Meldepflicht bei der Offenlegungsstelle vor Abschluss des Festübernahmevertrages einreichen würde (Art. 20 Abs. 1 lit. a und b sowie Abs. 3 BEHV-EBK). Die Vorbereitung des Gesuches und das Verfahren würden ebenfalls unnötige Kosten verursachen.

Sodann müsste innert weniger Tage das Erreichen oder Überschreiten und das Unterschreiten von Grenzwerten durch das Bankenkonsortium veröffentlicht werden. Eine solche Flut von Meldungen würde Marktteilnehmer verwirren und nicht dem Zweckgedanken des Offenlegungsrechtes dienen.

c) Neuer Textvorschlag

Dem Offenlegungsrecht liegt eine doppelte Zielsetzung zugrunde¹¹: Die börsenrechtliche Meldepflicht soll einerseits die Transparenz und Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer bezüglich Beteiligungsverhältnissen an Publikumsgesellschaften fördern. Insbesondere sollen die Marktteilnehmer möglichst gleichzeitig denselben Informationsstand über solche Beteiligungsverhältnisse erhal-

¹⁰ Mitteilung der Offenlegungsstelle vom 20. März 2000 betreffend Umfang der Meldepflicht eines Konzerns bzw. einer Unternehmensgruppe (Art. 20 Abs. 3 lit. b BEHG; Art. 15 Abs. 3, 4 und 5 BEHV-EBK).

¹¹ BOTSCHAFT, a.a.O., S. 42 (Ziff. 241).

ten¹². Andererseits sollen heimliche Transaktionen massgeblicher Beteiligungen verhindert werden.

Die bisherige Praxis der Offenlegungsstelle zu den Melde- und Veröffentlichungspflichten bei Festübernahmen erfüllt den Zweckgedanken des Offenlegungsrechts einfach, transparent und effizient. Die Angaben im Kotierungsprospekt müssen vollständig und richtig sein (vgl. Art. 752 OR) und sind am Markt rasch verfügbar. Zudem wird die Beteiligung der Konsortialbanken einfach und übersichtlich dargestellt¹³.

Aufgrund der vorstehenden Überlegungen schlagen wir folgenden Wortlaut zu Art. 10 Abs. 1^{ter} BEHV-EBK vor:

"Die Melde- bzw. Publizitätspflichten können ~~nicht~~ durch entsprechende Angaben im Kotierungsprospekt, jedoch nicht durch Angaben im ~~-oder~~ Geschäftsbericht ersetzt werden."

3. Art. 14 Abs. 1 lit. e BEHV-EBK: Weitere meldepflichtige Tatbestände

Die Regelung, wonach ein Anbieter während eines laufenden Übernahmeverfahrens einer Meldepflicht für Transaktionen in Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ausserhalb des Angebotes untersteht, dient der Transparenz und Information der Zielgesellschaft sowie des Marktes. Allerdings sollte der Wortlaut dieser Bestimmung insofern präzisiert werden, als die im Rahmen des öffentlichen Angebotes angedienten Beteiligungspapiere im Offenlegungsrecht und namentlich bei der Berechnung der Beteiligung nicht berücksichtigt werden:

"e. (neu) Während des Übernahmeverfahrens untersteht der bestehen für den Anbieter für Beteiligungspapiere (einschließlich Optionsrechte), die ihm im Rahmen des Angebotes angedient werden, nicht den ~~keine~~ Meldepflichten gemäss Artikel 20 des Gesetzesge-

¹² Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange, Ziff. 3.1.3.2: Die Marktteilnehmer sollen ihre Anlageentscheide vor dem Hintergrund rascher, vollständiger und inhaltlich richtiger Informationen über massgebliche Beteiligungen Dritter an einer börsenkotierten Gesellschaft treffen können.

¹³ Vgl. zum Beispiel den Emissions- und Kotierungsprospekt vom 21. November 2003 der ABB Ltd (S. 71).

genüber den Offenlegungsstellen; eine Meldepflicht gemäss Artikel 20 des Gesetzes besteht ausgenommen für diejenigen Transaktionen in Beteiligungspapieren (einschließlich und Optionsrechten), die der Anbieter ausserhalb des Angebots tätigt (Art. 37 ff. UEV-UEK)."

4. **Art. 15 Abs. 2 lit. b BEHV-EBK: Handeln in gemeinsamer Absprache und organisierte Gruppen**

In der Praxis kommt es oft vor, dass sich vor allem institutionelle Aktionäre über ihre Stimmabgaben absprechen, ohne sich zu einer bestimmten Stimmabgabe rechtlich zu verpflichten. Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte in der Börsenverordnung-EBK festgestellt werden, dass solches Verhalten keine Meldepflichten auslöst. Dies ist konsistent mit der Regelung, wonach bloss Absichten keine Meldepflichten auslösen, sofern damit keine Rechtspflichten verbunden sind (vgl. Art. 10 Abs. 1 BEHV-EBK).

Diese Bestimmung sollte demnach wie folgt präzisiert werden:

"Rechtsverhältnissen, welche die Ausübung der Stimmrechte zum Gegenstand haben (stimmrechtsverbundene Aktionärsgruppen); die gleichartige Ausübung von Stimmrechten durch Aktionäre an einer Generalversammlung, sofern damit keine Rechtspflichten verbunden sind, begründet keine stimmrechtsverbundene Aktionärsgruppe; oder"

5. **Art. 15 Abs. 3 BEHV-EBK: Handeln in gemeinsamer Absprache und organisierte Gruppen**

Aufgrund der Einführung von Art. 17 Abs. 1^{bis} BEHV-EBK sollte Art. 15 Abs. 3 BEHV-EBK ersatzlos gestrichen werden. Die doppelte Regelung des Inhaltes einer Meldung führt aufgrund des unterschiedlichen Wortlautes zu Rechtsunsicherheiten.

6. **Art. 16 BEHV-EBK: Anlagefonds**

a) Notwendigkeit einer Präzisierung

Die Bankenkommission sollte die geplante Revision der Börsenverordnung-EBK dazu nutzen, die Meldepflichten für in- und ausländische Anlagefonds zu präzisieren und in diesem Bereich Rechtssicherheit zu schaffen. In der Beratung stellen sich oft

schwierige Abgrenzungsfragen bei ausländischen Anlagefonds oder anlagefondsähnlichen Gebilden, die rechtlich anders als inländische Anlagefonds strukturiert sind.

Zudem ist auf Verordnungsstufe nicht geregelt, ob bzw. inwieweit die einer Fondsleitung zurechenbaren Beteiligungen mit denjenigen der anderen Konzerngesellschaften eines Finanzintermediärs, der die Fondsleitung direkt oder indirekt kontrolliert, kumuliert werden müssen. Das Sekretariat der EBK¹⁴ hat in einem Schreiben festgehalten, dass aufgrund von Art. 9 Abs. 6¹⁵ des Bundesgesetzes über die Anlagefonds (**AFG**) keine Konsolidierungspflicht bestehen könne, da dies im Widerspruch zu den Unabhängigkeitsanforderungen des Anlagefondsgesetzes stehe.

b) Begründung

Die Meldepflicht für in- und ausländische Anlagefonds ist in Art. 16 BEHV-EBK geregelt. Die Definition von inländischen und ausländischen Anlagefonds ergibt sich aus Art. 2 und 44 AFG.

Als ausländische Anlagefonds gelten einerseits Vermögen, die aufgrund eines Kollektivanlagevertrages oder eines anderen Vertrages mit ähnlicher Wirkung geäuftet wurden und von einer Fondsleitung mit Sitz und Hauptverwaltung im Ausland verwaltet werden (Art. 44 Abs. 1 lit. a AFG). Gesellschaftsverträge fallen nicht unter diese Definition (jedoch allenfalls unter Art. 44 Abs. 1 lit. b AFG), „auch wenn sie eine Gesellschaft ohne eigene Rechtspersönlichkeit begründen“¹⁶ (z.B. ein *off-shore limited partnership*). Andererseits qualifizieren als ausländische Anlagefonds auch Gesellschaften mit Sitz und Hauptverwaltung im Ausland, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage ist und bei denen der Anleger (z.B. Aktionäre oder Gesellschafter) gegenüber der Gesellschaft selbst oder einer ihr nahestehenden Gesellschaft das Recht auf Auszahlung seines Anteils hat (Art. 44 Abs. 1 lit. b AFG). Nicht entscheidend für die Qualifikation als ausländischer Anlagefonds ist die öf-

¹⁴ Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange, Ziff. 3.1.3.4.

¹⁵ „Die geschäftsführenden Personen der Fondsleitung und der Depotbank müssen von der jeweiligen anderen Gesellschaft unabhängig sein“.

¹⁶ ROLF WATTER | ROLAND TRUFFER, Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt und Rolf Watter, Basel|Genf|München 1999, Art. 44 N 10 AFG.

fentliche Werbung, also „ob der Fonds sich im Ausland an die Öffentlichkeit wendet“¹⁷.

In die erste Kategorie fallen vor allem Anlagefonds, die bezüglich Struktur und Eigentumsverhältnisse im wesentlichen den inländischen Anlagefonds entsprechen. Demgegenüber erfasst die zweite Kategorie auch die sogenannten „*open-end*“ Fonds, die anders strukturiert sind als die klassischen Anlagefonds (z.B. als Gesellschaften mit mitgliedschaftlichen Rechten und Pflichten). Insbesondere fehlen in der Regel aufsichtsrechtliche Kontrollen und gesetzliche Unabhängigkeitserfordernisse für die Fondsleitung bzw. Geschäftsführung gegenüber dem Fonds. Deshalb sollten solche Gebilde nicht von einer Erleichterung der Meldepflicht gemäss Art. 16 AFG profitieren, sondern der Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG und Art. 9 ff. BEHV-EBK unterstehen. Andernfalls würden sie ohne sachlichen Gründe bessergestellt als zum Beispiel inländische Beteiligungsgesellschaften.

Die Meldepflichten sind für alle von derselben Fondsleitung verwalteten Anlagefonds gesamthaft zu erfüllen. Anzugeben sind sodann in der Meldung getrennt die Beteiligungen je Anlagefonds, wenn diese einzeln Grenzwerte erreichen, über- oder unterschreiten (Art. 16 BEHV-EBK). Dies bedeutet, dass für die Berechnung, ob ein Grenzwert tangiert wurde, alle Beteiligungspapiere von verschiedenen Anlagefonds, welche von derselben Fondsleitung verwaltet werden, aggregiert werden müssen. Wenn in einer Unternehmensgruppe mehrere Fondsleitungen vorhanden sind, dann sind die Beteiligungen der von den jeweiligen Fondsleitung verwalteten Anlagefonds nicht zusammenzuzählen, soweit diese Fondsleitungen voneinander unabhängig sind, insbesondere in personeller Hinsicht. Besteht aber eine personelle Verflechtung zwischen zwei oder mehreren Fondsleitungen, die eine gemeinsame Kontrolle der verwalteten Anlagefonds ermöglicht, so müssen die Bestände dieser Anlagefonds konsolidiert werden.

Die vorstehenden Erleichterungen bei der Meldepflicht sollten nur für in- und ausländische Anlagefonds gelten, wenn sie einer Aufsicht unterstehen und die geschäftsführenden Personen der Fondsleitung oder die Geschäftsführer eines kollektiven Anlage-

17

WATTER | TRUFFER, a.a.O., Art. 44 N 12 AFG.

gefässes von Gesetzes wegen unabhängig sein müssen von der Depotbank bzw. vom Finanzintermediär, zu dem die Fondsleitung oder ein solcher Geschäftsführer direkt oder indirekt gehört. Dies ist regelmässig nur bei inländischen Anlagefonds und ausländischen Anlagefonds gemäss Art. 44 Abs. 1 lit. a AFG der Fall.

c) Textvorschlag

Demzufolge sollte Art. 16 BEHV-EBK wie folgt revidiert werden:

"¹ Die Meldepflichten für in- und ausländische Anlagefonds gemäss Art. 2 bzw. Art. 44 Abs. 1 lit. a des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 sind für alle von der gleichen Fondsleitung verwalteten Anlagefonds gesamthaft zu erfüllen sowie je Anlagefonds, wenn diese einzeln Grenzwerte erreichen, über- oder unterschreiten. Die Fondsleitung gilt weder als direkt oder indirekt beherrscht noch als in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnd mit dem Konzern oder der Unternehmensgruppe, zu der die Fondsleitung durch die Mehrheit der Stimmrechte oder Kapitalanteile oder durch eine Beherrschung auf andere Weise zusammengefasst ist, wenn der von der Fondsleitung verwaltete Anlagefonds in seinem Herkunftsland einer Aufsicht über Anlagefonds untersteht und wenn die geschäftsführenden Personen der Fondsleitung von der Depotbank und vom Konzern bzw. von der Unternehmensgruppe aufgrund einer gesetzlichen Bestimmung unabhängig sein müssen.

"² Bei in- und ausländische Anlagefonds gemäss Art. 2 bzw. Art. 44 Abs. 1 lit. a des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 sind Angaben über die Identität der Investoren nicht erforderlich; bei ausländischen Anlagefonds gemäss Art. 44 Abs. 1 lit. b des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 sind Angaben über die Identität der Investoren nur erforderlich, wenn sie den Anlagefonds direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten beherrschen."

7. Art. 17 Abs. 2 BEHV-EBK: Inhalt der Meldung

Art. 17 Abs. 2 BEHV-EBK soll nach dem Revisionsvorschlag gestrichen werden. Als Begründung wird auf den neuen Art. 14 Abs. 1^{bis} BEHV-EBK verwiesen. Diese Änderung ist unseres Erachtens unklar und kann zu falschen Interpretationen führen.

Gemäss dem bisherigen Art. 17 Abs. 2 BEHV-EBK hat die Meldung bei einem indirekten Erwerb oder einer indirekten Veräusserung die vollständigen Angaben sowohl für den direkten wie den indirekten Erwerber oder Veräusserer zu enthalten. Ausserdem müssen die Beziehungen zwischen dem wirtschaftlich Berechtigten und dem direkten Erwerber oder Veräusserer aus der Meldung hervorgehen. Demgegenüber bestimmt Art. 14 Abs. 1^{bis} BEHV-EBK lediglich, daß eine Meldepflicht insbesondere bei Änderungen in der Beziehung zwischen direktem Erwerber, indirektem Erwerber und wirtschaftlich Berechtigtem besteht.

Wird nun Art. 17 Abs. 2 BEHV-EBK ersatzlos gestrichen, könnte man argumentieren, daß bei einem indirekten Erwerb oder einer indirekten Veräusserung keine Angaben mehr über den indirekten Erwerber oder Veräusserer zu machen sind. Diese Interpretation widerspricht nach unserer Beurteilung dem Regelungsgedanken. Aus Gründen der Rechtsklarheit sollte deshalb Art. 17 Abs. 2 BEHV-EBK beibehalten werden.

8. Art. 22 BEHV-EBK: Offenlegungsstelle und Verfahren

a) Rechtszustand

Die Offenlegungsstelle erfüllt eine wichtige Funktion in der Durchsetzung des Offenlegungsrechts. Ihre Fachkompetenz und Markt-nähe erlauben eine sachgerechte Rechtsfindung in diesem Bereich. Zudem gewährleistet die Offenlegungsstelle ein rasches und einfaches Verfahren, das durch ihre speditive Arbeitsweise zusätzlich beschleunigt wird. Gemäss dem Reglement für die Offenlegungsstelle der Schweizer Börse vom 19. November 1997 (Ziff. 4.3) erlässt die Offenlegungsstelle in der Regel innert längstens 10 Börsentagen nach Vorliegen eines vollständigen Gesuchs eine Empfehlung. In dringenden Fällen kann ein Gesuchsteller sogar eine kürzere Frist beantragen.

Nachteilig wirkt sich aus, dass das Verfahren nicht mit der Empfehlung der Offenlegungsstelle abgeschlossen wird, sondern der Rechtssuchende aufgrund des Attraktionsrechtes der Bankenkommision in seiner Zeitplanung ein mögliches Verwaltungungsverfahren einberechnen muss. Ausserdem ergeben sich in der Praxis oft Sachverhalte, die Fragen über Bestand oder Nichtbestand sowohl einer Meldepflicht als auch einer Angebotspflicht aufwerfen. Die Koordination zwischen dem Verfahren vor der Offenlegungs-

stelle und Übernahmekommission ist verfahrensrechtlich nicht gewährleistet, geschweige denn die präjudizielle Wirkung einer Empfehlung der einen für das Verfahren der anderen Stelle.

Diese negativen Aspekte verzögern das Verfahren und halten die involvierten Parteien davon ab, Vorabentscheide über Rechtsfragen einzuholen und somit Rechtssicherheit zu schaffen. Erfahrungsgemäss finden vor allem grössere Transaktionen unter hohem Zeitdruck statt, die ein zwei- oder gar dreistufiges Verfahren nicht erlauben. Der beratende Anwalt muss in diesen Spezialfällen davon absehen, ein Verfahren über den Bestand oder Nichtbestand einer Meldepflicht und Angebotspflicht durchzuführen und auf diese Weise Rechtssicherheit für seinen Klienten zu erhalten. Dies hat nach unserer Erfahrung schon dazu geführt, dass Transaktionen gefährdet oder zum Teil sogar verhindert wurden.

b) Änderungsvorschlag

Aus den vorgenannten Überlegungen sollte es in begründeten Fällen möglich sein, dass die Bankenkommission auf Antrag eines Gesuchstellers direkt eine Verfügung über den Bestand oder Nichtbestand einer Melde- und Angebotspflicht erlassen kann. In einem solchen Verfahren könnte die Fachkompetenz und Markt-nähe der Offenlegungsstelle bzw. Übernahmekommission insofern eingebunden werden, als die Bankenkommission diese Stellen im Verfahren in beratender Funktion beizieht.

Wir würden es deshalb begrüssen, wenn die Börsenverordnung-EBK wie folgt ergänzt wird:

"Art. 22: Offenlegungsstelle und Verfahren

(...)

4Die Bankenkommission erlässt eine Verfügung, wenn:

(...)

d. der Gesuchsteller sie um einen Entscheid ersucht."

Mit der Einführung der gegenseitigen Meldepflicht zwischen der Offenlegungsstelle und der Übernahmekommission (vgl. hierzu auch Art. 35 Abs. 7 und 8 BEHV-EBK) werden die offenlegungs- und übernahmerechtlichen Bestimmungen noch effizienter umgesetzt. Dies sollte auch dazu führen, dass die Offenlegungsstelle die offenlegungsrechtlichen Bestimmungen nicht anders auslegt als

die Übernahmekommission, da ja gewisse übernahmerechtliche Bestimmungen auf das Offenlegungsrecht verweisen. Da Praxisänderungen von Verwaltungsbehörden und Gerichten keinen Verstoss gegen Treu und Glauben darstellen dürfen¹⁸, kann die Offenlegungsstelle bzw. die Übernahmekommission aus Gründen des Vertrauensschutzes nicht eine neue Praxis zu Bestimmungen in der Börsenverordnung-EBK durchsetzen, welche der bisherigen Praxis der anderen Stelle zuwiderläuft.

Aus beratender Sicht wäre es wünschenswert, wenn die Offenlegungsstelle ihre wesentlichen Entscheide betreffend Offenlegung von Beteiligungen veröffentlichen und interessierten Kreisen leicht zugänglich machen würde¹⁹.

9. **Art. 27 BEHV-EBK: Handeln in gemeinsamer Absprache und als organisierte Gruppe**

Die von uns vorgeschlagene Änderung zu Art. 16 BEHV-EBK sollte aus Gründen der Rechtsklarheit wie folgt berücksichtigt werden:

"Für im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnde Erwerber von angebotspflichtigen Beteiligungen der Zielgesellschaft gilt Artikel 15 Absätze 1 und 2 und Artikel 16 Absatz 1 sinngemäss."

10. **Art. 29 BEHV-EBK: 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 (d.h. Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte; vgl. Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK) umfasst²⁰.

¹⁸ HÄFELIN ULRICH | MÜLLER GEORG, Grundriss des allgemeinen Verwaltungsrechts, 3. Auflage, Zürich 1998, N 423.

¹⁹ Wie bei der UEK; vgl. Art. 3 des Reglements der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997.

²⁰ KARL HOFSTETTER, Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt und Rolf Watter, Basel|Genf|München 1999, Art. 32 N 21 BEHG; RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, S. 372; CHRISTIAN MEIER-SCHATZ |

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 auf kotierte Optionsrechte²¹:

- Der Gesetzgeber hat unter dem Begriff „*Beteiligungspapiere*“ auch Wandel- und Optionsrechte verstanden²².
- Gemäss Art. 2 lit.e BEHG sind Optionsrechte auch als „*Beteiligungspapiere*“ zu bezeichnen²³.
- Art. 2 UEV-UEK definiert Beteiligungspapiere als Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine sowie Wandel- und Erwerbsrechte auf Beteiligungspapiere.
- 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 Optionsrechte²⁴.

Aber auch die *ratio legis* von Art. 32 BEHG ergibt, dass sich ein Pflichtangebot auf kotierte Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte erstrecken müsste.

b) Zweck des Pflichtangebotes

Zweck des Pflichtangebotes ist der Schutz der Minderheitsaktionäre. Die Kontrolle durch einen neuen Mehrheitsaktionär ändert die gegebene Beteiligungsstruktur und birgt spezifische Miss-

URS GASSER, Analyse der Praxis der Übernahmekommission, in Weber Rolf H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 139 – 228, S. 175 f.

²¹ D.h. Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte; vgl. Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK.

²² BOTSCHAFT, a.a.O., S. 30 (Ziff. 212.4).

²³ RUDOLF TSCHÄNI | MATTHIAS OERTLE, Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt und Rolf Watter, Basel|Genf|München 1999, Art. 2 lit.e N 3 BEHG.

²⁴ RETO SCHILTKNECHT, Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt und Rolf Watter, Basel|Genf|München 1999, Art. 33 N 11 BEHG.

brauchsgefahren zu Lasten der Minderheitsaktionäre²⁵. 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 Veräusserungsrechten 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, 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 man die Charakteristiken der entsprechenden Finanzinstrumente berücksichtigt.

c) Insbesondere kotierte Finanzinstrumente

Bei einer Wandelanleihe haben die Obligationäre neben den üblichen Ansprüchen auf feste Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals zusätzlich das Recht (Wandelrecht), die Wandelanleihe in einem zum Voraus festgelegten Verhältnis in Beteiligungspapiere zu wandeln²⁶. Wandelanleihen verfügen somit über Fremd- und Eigenkapitalelemente. Das Wandelrecht ist indessen untrennbar mit der Obligation verbunden, der Anleiheobligationäre kann deshalb das Wandelrecht nicht - im Gegensatz zur Optionsanleihe - gesondert von der Obligation veräussern. Bei der Festlegung der Bedingungen einer Wandelanleihe (sog. *Pricing*) wird zwischen den Fremdkapital- und der Eigenkapital-bezogenen Elementen unterschieden. Das Fremdkapital-bezogene Element richtet sich nach dem theoretischen Wert der Anleihe ex-Wandelrecht. Hierzu wird die Referenz eines "*straight bond*" herbeigezogen. Der theoretische Wert des Wandelrechts, also des Eigenkapital-bezogenen Elementes, wird anhand gängiger Optionspreismodelle berechnet.

²⁵ ROLF H. WEBER, Börsenrecht: Börsengesetz, Verordnungen, Selbstregulierungserlasse, Zürich 2001, Art. 32 N 3; HOFSTETTER, a.a.O., Art. 32 N 2 BEHG.

²⁶ MAX BOEHMLE | CARSTEN STOLZ, Unternehmensfinanzierung, 13. Aufl. Zürich 2002, S. 438; PATRICK KOLB | RUDOLF VOLKART, Kapitalbeschaffung mittels Wandelanleihen, ST 77 (2003) 961 - 967, S. 962 (zit. KOLB | VOLKART, Wandelanleihe).

Im Pricing einer Wandelanleihe spielen das Kreditrisikoprofil der Gesellschaft sowie die Volatilität und Liquidität der unterliegenden Beteiligungspapiere eine bedeutende Rolle. Wenn während der Laufzeit einer Wandelanleihe die unterliegenden Beteiligungspapiere Gegenstand eines öffentlichen Kaufangebotes werden, stellt dies ein sogenanntes "event risk" dar. Dieses Risiko konnte im Zeitpunkt des Pricing der Wandelanleihe nicht berücksichtigt werden, ist also nicht in das Pricing eingeflossen. Ein Anbieter kann nach erfolgtem Kontrollwechsel die Unternehmenspolitik ändern und sogar Haftungssubstrat von der Zielgesellschaft abziehen. Durch die Änderung des Risikoprofils des Anleiheschuldners sowie aufgrund der verminderten Liquidität des Titels hat ein öffentliches Kaufangebot einen erheblichen Einfluss auf den Wert einer Wandelanleihe²⁷. Demzufolge muss den Inhabern von Wandelanleihen die Möglichkeit gegeben werden, sich gegen die Beherrschung der Zielgesellschaft durch neue Mehrheitsaktionäre zu schützen.

Vergleichbare Überlegungen lassen sich bei Optionsanleihen und „Mandatory Convertible Securities“²⁸ anstellen. Im Gegensatz zur Wandelanleihe ist bei der Optionsanleihe das Optionsrecht in einem besonderen Wertpapier verbrieft und kann deshalb losgelöst vom Anleihenstiel gehandelt werden. Der Bestand der Schuldverpflichtung ist vom Optionsrecht unabhängig²⁹. Die Grundsätze des Pricings sind bei Wandel- und Optionsanleihen weitgehend gleich³⁰. Mandatory Convertible Securities, die am Ende der Laufzeit zwingend in Beteiligungspapiere gewandelt werden müssen (Zwangskonversion) und somit wirtschaftlich eine Ausgabe von Beteiligungspapieren auf Termin darstellen, weisen zudem die gleichen Kursausschläge wie die zugrundeliegenden Beteiligungspapiere auf³¹.

²⁷ TONI TASSELL, Bond Investors stand up for their Rights, Financial Times vom 6. Oktober 2003, S. 20.

²⁸ PATRICK KOLB | RUDOLF VOLKART, Finanzinstrument „Mandatory Convertible Securities“, Neue Form der Kapitalaufnahme: rechtlich Fremd-, wirtschaftlich Eigenkapital, ST 77 (2003) 513 – 518 (zit. KOLB | VOLKART, Finanzinstrument MCS).

²⁹ BOEHMLE | STOLZ, a.a.O., S. 449.

³⁰ BOEHMLE | STOLZ, a.a.O., S. 440 f.

³¹ KOLB | VOLKART, Finanzinstrument MCS, a.a.O., S. 514.

In Art. 33 BEHG, der die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere regelt, wird dem Anbieter das Recht eingeräumt, Optionsrechte kraftlos zu erklären. Der Anbieter kann also die Inhaber von Finanzinstrumenten zwingen, ihm die Optionsrechte zu übergeben. Aus Gründen der Gleichbehandlung (vgl. Art. 1 BEHG) sollte aber auch der Anbieter verpflichtet werden, diesen Inhabern von Finanzinstrumenten die Möglichkeit eines Ausstiegs aus ihrem Investment zu geben.

Gegen die Ausdehnung des Pflichtangebotes auf Wandel- und Optionsanleihen sowie „*Mandatory Convertible Securities*“ wird geltend gemacht, dass dies zu einer Verteuerung des öffentlichen Kaufangebotes führt und dadurch gewisse Transaktionen verhindert. Gegen diese Argumentation ist einzuwenden, dass solche Kaufangebote regelmässig eine Refinanzierung sämtlicher Finanzschulden zur Folge haben. Zudem stellen solche Änderungen oft Ereignisse dar, welche zum Schutz der Anleihegläubiger gemäss den Anleihebedingungen die Kündigung ermöglichen oder das Recht einräumen, den Rückkauf der Anleihe zu verlangen³².

d) 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 (einschliesslich Optionsrechte) der Zielgesellschaft zu erstrecken."

Aus gesetzgeberischer Sicht stellen sich bei dieser Lösung folgende Fragen:

³²

Bei den neueren Wandelanleihen (vgl. z.B. die 3.50% Subordinierte Wandelanleihe 2003 - 2008 der George Fischer Finance Ltd. im Betrag von CHF 152'151'000 und die 2.625% Wandelanleihe 2003 - 2010 der The Swatch Group Finance (Luxembourg) S.A. im Betrag von CHF 411'600'000) hat der Anleihegläubiger im Falle eines Kontrollwechsels das Recht, den Rückkauf der Anleihe zu verlangen; zudem wird in solchen Fällen regelmässig der Wandelpreis angepasst, damit ein Anleihegläubiger eine solche Anleihe, da "*in the money*", ausüben kann.

- (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 beziehen³³.

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

Oft werden Finanzinstrumente von schweizerischen Publikumsgesellschaften aus steuerlichen Gründen durch ausländische Finanzvehikel ausgegeben. Emittent ist dann die ausländische Finanzgesellschaft. Gleichwohl sind die Regeln des schweizerischen Übernahmerechtes anwendbar, 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 eines Beteiligungspapiers im Sinne des Börsengesetzes³⁴.

³³ Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 13. Juni 2001 in Sachen *Sulzer Capital B.V.*, E.3.

³⁴ Empfehlung der Übernahmekommission vom 13. Juni 2001 in Sachen *Sulzer Capital B.V.*, E.1.

- (iii) Wie verhält es sich mit Finanzinstrumenten, welche in an einer Schweizer Börse kotierte Beteiligungspapiere wandelbar sind, jedoch an einer ausländischen Börse (z.B. Luxemburg) kotiert sind³⁵?

Gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG muss sich das Pflichtangebot auf alle kotierten 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 ihrerseits an einer schweizerischen Börse kotiert sind. Sodann gelten bei diesen „quasi“-ausländischen Instrumenten die gleichen Überlegungen wie bei in der Schweiz kotierten Finanzinstrumenten.

11. Art. 35 BEHV-EBK: Verfahren

In der Praxis besteht oft das Bedürfnis, Rechtssicherheit über das Bestehen einer Angebotspflicht oder Zulassung von besonderen Ausnahmen in kürzester Frist zu erhalten. In diesem Sinn schlagen wir vor, die Frist von 10 Börsentagen für die Einreichung der Einsprache gegen die Empfehlung der Übernahmekommission auf 5 Börsentage zu verkürzen. Zudem sollte der Fristenlauf am ersten Börsentag nach der Veröffentlichung der Stellungnahme der Zielgesellschaft beginnen. Dadurch würde der Anspruch der Aktionäre auf rechtliches Gehör nicht beschränkt, lesen doch Aktionäre und andere Marktteilnehmer eher Tageszeitungen als das Schweizerische Handelsamtsblatt. Die Verkürzung der Frist ist auch deshalb gerechtfertigt, weil keine Begründungspflicht einer Partei bei der Ablehnung einer Empfehlung der Übernahmekommission besteht.

Die Begründung zu den Revisionsvorschlägen, wonach Empfehlungen zum Bestehen einer Angebotspflicht oder für

³⁵

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 Luxembourg Stock Exchange kotiert wurde, wobei die Aktien aus dem bedingten Kapital, welche dieser Wandelanleihe unterliegen, an der SWX Swiss Exchange kotiert und zum Handel an der virt-x zugelassen wurden.

eine besondere Ausnahme ausserhalb von konkreten Angeboten erlassen werden und somit kein Zeitdruck bestehe, trifft häufig nicht zu. Bei der Planung und Strukturierung eines öffentlichen Angebotes, in dem das Bestehen einer Angebotspflicht von zentraler Bedeutung ist, besteht für die Parteien auch das Bedürfnis nach rascher Rechtssicherheit. Deshalb sollte generell die Frist für Einsprachen gegen Empfehlungen bzw. Attraktion einer Empfehlung nur 5 Börsentage betragen.

Wie bereits im Verfahren vor der Offenlegungsstelle ausgeführt, sollte es in begründeten Fällen möglich sein, dass die Bankenkommission auf Antrag eines Gesuchstellers direkt eine Verfügung erlassen kann.

Somit ergeben sich folgende Ergänzungen zur Börsenverordnung-EBK:

"Art. 35: Verfahren

(...)

Diejenigen Personen, welche an der Zielgesellschaft beteiligt sind, können innert einer Frist von fünf zehn-Börsentagen bei der Bankenkommission gegen die Empfehlung der Übernahmekommission Einsprache erheben. Die Frist beginnt am ersten Börsentag nach der Veröffentlichung im Schweizerischen Handelsamtsblatt der Stellungnahme der Zielgesellschaft zu laufen.

3Die Bankenkommission erlässt eine Verfügung, wenn:

(...)

d. der Gesuchsteller sie um einen Entscheid ersucht.

4(...)

- a) *bei einer Empfehlung, welche die Gewährung einer besonderen Ausnahme oder die Stellungnahme zum Bestehen einer Angebotspflicht zum Gegenstand hat, innert einer Frist von fünfzeh*n Börsentagen nach erfolgter Publikation *im SHAB der Stellungnahme der Zielgesellschaft zu erklären."*

12. Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK: Börsenkurs

Die Regelung in Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK, wonach für die Berechnung des Börsenkurses auf das dem Übernahmeangebot zugrunde liegende Verpflichtungsgeschäft abgestellt wird, überzeugt aus den folgenden Gründen nicht:

1. Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK ist auch auf Fälle anwendbar, in denen zwar unmittelbar kein Pflichtangebot besteht, jedoch das Angebot Beteiligungspapiere erfasst, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes auslösen würde (vgl. Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK). Solche Angebote beruhen nicht auf dem Erwerb einer Kontrollmehrheit bzw. solchen Angeboten liegen nicht immer Verpflichtungsgeschäfte zugrunde. Die vorgeschlagene Regelung des Berechnungszeitpunktes ist in diesen Fällen unvollständig.
2. Die Begründung, wonach der Anbieter den Zeitpunkt bestimmen könne, ab welchem der Mindestpreis berechnet werde, ist bei näherem Hinsehen nicht stichhaltig. Erstens ist es für einen Anbieter nicht absehbar, wie sich der Börsenkurs der Zielgesellschaft entwickelt. Das Risiko, das mit der Veröffentlichung des Verpflichtungsgeschäftes der Börsenkurs der Zielgesellschaft steigt, kann und will ein Anbieter erfahrungsgemäss nicht auf sich nehmen. Solche Spekulationen sind unüblich. Zweitens würde die vorgeschlagene Regelung es dem Anbieter nicht verunmöglichen, solche Spekulationen anzustellen. Es wäre für einen Anbieter ein Leichtes, den Markt mit der blossen Bekanntgabe einer Übernahmeabsicht zu testen (unter Umständen besteht sogar eine Bekanntgabepflicht wegen der Übernahmeabsicht, wenn die Voraussetzungen von Art. 72 des Kotierungsreglementes der SWX Swiss Exchange erfüllt sind). Die Veröffentlichung der Übernahmeabsicht genügt nach unseren Erfahrungen, um Marktreaktionen auszulösen.
3. Schon unter der bisherigen Regelung sind solchen Spekulationen aufgrund von Art. 32 Abs. 4 BEHG Grenzen gesetzt, darf doch der Angebotspreis höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den 12 letzten Monaten bezahlt hat (z.B. aus dem dem Übernahmeangebot zugrunde liegenden Verpflichtungsgeschäft).

4. Sollten die heute geltenden Bestimmungen in einem Fall wie Crossair verheerende Auswirkungen haben, kann die Übernahmekommission im Einvernehmen mit der Bankenkommision gemäss Art. 43 BEHV-EBK Ausnahmen von dieser Regelung gewähren.

Eine systematische Betrachtung der Revisionsvorschläge ergibt sodann, dass Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK nur gilt, wenn die relevanten Beteiligungspapiere an mindestens 15 der letzten 30 Börsentage vor dem massgebenden Zeitpunkt gehandelt wurden (Art. 37 Abs. 4 BEHV-EBK). Ein entsprechender Vorbehalt sollte in Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK eingefügt werden.

Gestützt auf diese Überlegungen schlagen wir folgenden Wortlaut zu Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK vor:

"2Der Börsenkurs nach Art. 32 Abs. 4 des Gesetzes entspricht dem Durchschnitt der letzten 30 volumengewichteten Tagesdurchschnittskursen vor dem Tag, an welchem das dem Übernahmeangebot zugrunde liegende Verpflichtungsgeschäft abgeschlossen wurde. Veröffentlichung des Angebots; vorbehalten bleibt Art. 37 Absatz 4. Wurde das Angebot vor diesem Tag vorangemeldet, so ist für die Berechnung des Mindestpreises auf den Tag der Voranmeldung abzustellen. "

13. Art. 38 BEHV-EBK: Preis des vorausgegangenen Erwerbs

Für die Bestimmung des relevanten Berechnungszeitpunktes verweisen wir auf unsere Kommentare zu Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK. Begrüssenswert ist die Idee, früher getätigte Käufe von in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nur dann zu berücksichtigen, wenn der Anbieter und die entsprechende Person zum damaligen Zeitpunkt bereits in gemeinsamer Absprache handelten. Allerdings sollte der Wortlaut dieser Bestimmung dies unzweideutig wiedergeben, weshalb wir folgende Ergänzung vorschlagen:

"1Der Preis des vorausgegangenen Erwerbs entspricht dem höchsten Preis, den der Anbieter oder die im Zeitpunkt des Erwerbs in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe mit ihm handelnden Personen im Laufe der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebots dem Tag, an welchem das dem Übernahmeangebot zugrunde liegende Verpflichtungsgeschäft abgeschlossen wurde, für Beteiligungspapiere (ein-schliesslich und Optionsrechte) der Zielgesellschaft bezahlt hat bzw. sich verpflichtet hat zu bezahlen. (...)."

In der Beratung stellen sich oft schwierige Fragen im Zusammenhang mit dem Anwendungsbereich dieser Regelung (wie auch für die *best price rule*). Unklar ist beispielsweise, ob der vorausgegangene Erwerb einer Fondsleitung, die zum Konzern oder Unternehmensgruppe des Anbieters gehört, relevant ist. Wird unser Vorschlag zu Art. 16 BEHV-EBK berücksichtigt, würde sich dieses Problem nicht mehr stellen.

14. Art. 39 Abs. 3 BEHV-EBK: Abgeltung des Angebotspreises

Der vorgeschlagene Art. 39 Abs. 3 BEHV-EBK widerspricht Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK und Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK. Deshalb schlagen wir folgenden Wortlaut vor:

"Der Tausch gegen nicht regelmässig gehandelte Effekten (Art. 37 Abs. 4) ist nicht-zulässig."

15. Art. 47 BEHV-EBK: Inkrafttreten

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

"Diese Verordnung tritt am [Datum] in Kraft. Die revidierte Verordnung gilt für alle öffentlichen Kaufangebote und Transaktionen in Beteiligungspapieren, die nach deren Inkrafttreten veröffentlicht bzw. getätigt werden."

B. Revisionsvorschläge zur UEV-UEK

1. Art. 4 UEV-UEK: Ausnahmen

a) Art. 4 Abs. 1 UEV-UEK: Feindliche und konkurrierende Angebote

Wir verstehen Art. 4 Abs. 1 UEV-UEK als Grundlage dafür, daß die Übernahmekommission in Zukunft Einfluß auf den Verfahrensablauf und Zeitplan von feindlichen und konkurrierenden Angeboten nehmen kann.

Die konkurrierenden Parallelangebote für Centerpulse AG und In-Centive Capital AG im Jahr 2003 haben gezeigt, daß ein Einfluß der Übernahmekommission auf den Zeitplan der Übernahmeangebote sinnvoll und nötig ist. Die Zielgesellschaft hat aufgrund der Unsicherheit bei Kunden, Lieferanten, Aktionären, Mitarbeiter und Darlehensgeber ein berechtigtes Interesse daran, dass die Über-

nahmekommission alle gesetzlichen und regulatorischen Mittel ausschöpft, damit die Gesamtdauer eines Übernahmeverfahrens nicht übermässig hinausgezogen wird (Art. 47 Abs. 4 UEV-UEK). Aber auch die Anbieter sind an einem transparenten und raschen Prozess interessiert.

Übernahmeverfahren müssen gemäss schweizerischem Übernahmerecht nach den Prinzipien der Gleichbehandlung, Transparenz und Lauterkeit ablaufen. Um diese gesetzlichen Ziele zu erreichen, muss gemäss Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommision vom 23. Juli 2003³⁶ im Falle von konkurrierenden Angeboten ein Wettbewerb zwischen den Anbietern bestehen. Dieser Wettbewerb werde mit Durchführung eines Steigerungsverfahrens gewährleistet. Ein solches Steigerungsverfahren müsse öffentlich sowie transparent gestaltet und für alle Beteiligten (Anbieter, Zielgesellschaften, Aktionäre etc.) vorhersehbar sein. Das Steigerungsverfahren bei konkurrierenden Angeboten sollte – wie ein Auktionsverfahren beim Verkauf von nicht-kotierten Unternehmen³⁷ - klar strukturiert werden. Zuständig für diese Strukturierung kann nur die Übernahmekommission sein.

Die vorgeschlagene Änderung zu Art. 4 UEV-UEK ist unseres Erachtens als Auftrag an die Übernahmekommission zu verstehen, den Rahmen eines solchen Steigerungsverfahrens und den Verfahrensablauf festzulegen, und zwar wenn nötig auch in Abweichung von den Fristen gemäss Art. 49 ff. UEV-UEK (z.B. Aufforderung der Anbieter, bis zu einer bestimmten Frist ihr endgültiges Angebot zu unterbreiten). Nur auf diese Weise wird ein rascher und transparenter Prozess gewährleistet.

³⁶ Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 23. Juli 2003 in Sachen Smith & Nephew plc. und Smith & Nephew Group plc., Zimmer Holdings, Inc., Centerpulse AG, InCentive Capital AG, Zürich Versicherungs-Gesellschaft, René Braginsky, III Institutional Investors International Corp. sowie Familie Hans Kaiser betreffend teilweise Ablehnung der Empfehlung der Übernahmekommission vom 11. Juni 2003 in Sachen Öffentliche Kauf- und Umtauschangebote der Zimmer Holdings, Inc., Warsaw (USA), an die Namenaktionäre der Centerpulse AG, Zürich, und die Inhaberaktionäre der InCentive Capital AG, Zug – Zeitplan der Angebote; vgl. auch Empfehlung II der Übernahmekommission vom 11. Juli 2003 in Sachen Öffentliches Kauf- und Umtauschangebot der Zimmer Holdings, Inc., Warsaw (USA), an die Aktionäre der InCentive Capital AG, Zug – Voranmeldung, Bedingungen, Verzicht auf Widerrufsrecht der Aktionäre bei Konkurrenzofferte, Rückzugsrecht der Erstanbieterin, E. 3.3.2 und 3.3.3.

³⁷ PETER KURER, Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, Mergers & Acquisition III, Zürich 2001, S. 165; TSCHÄNI, a.a.O., S.31.

b) Art. 4 Abs. 2 UEV-UEK: Rückkäufe von Beteiligungspapieren

Der Rückkauf von Beteiligungspapieren kann unter anderem dazu dienen, die nötigen Beteiligungspapiere für die Erfüllung von Wandelrechten einer Wandelanleihe zurückzukaufen. Aus steuerlichen Gründen werden aber Wandelanleihen häufig durch ausländische Finanzgesellschaften ausgegeben. In solchen Fällen ist es sinnvoll, wenn die Finanzgesellschaft selbst die Beteiligungspapiere ohne Beachtung der Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote kaufen kann³⁸.

Gemäss Praxis der Übernahmekommission kann der indirekte Rückkauf von Aktien einer Muttergesellschaft durch eine zu 100% kontrollierte Tochtergesellschaft einem direkten Rückkauf durch die Muttergesellschaft gleichgestellt werden³⁹. Die Übernahmekommission hat aber präzisiert, daß mit dem Meldeverfahren Aktienrückkäufe in einem einfachen und raschen Verfahren abgewickelt werden sollen. Voraussetzung dazu sei, dass sowohl in tatsächlicher als auch rechtlicher Hinsicht klare Verhältnisse vorliegen. Aus diesem Grund könne ein indirekter Rückkauf von Aktien einer Muttergesellschaft nur dann im Meldeverfahren erfolgen, falls die Tochtergesellschaft, welche Aktien der Mutter erwerbe, direkt und zu 100% durch Letztere kontrolliert werde⁴⁰.

Aus diesen Gründen schlagen wir folgende Ergänzung zu Art. 4 Abs. 2 UEV-UEK (vgl. entsprechende redaktionelle Anpassung in Art. 35 Abs. 2 lit. e UEV-UEK) vor:

"(...) Diese Grundsätze gelten auch für Käufe von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft durch Anbieter, die zu 100% direkt oder indirekt von der Zielgesellschaft kontrolliert werden."

³⁸ Z.B. Öffentliches Angebot vom 12. Juni 2002 zum Rückkauf von Namenaktien der Lonza Group AG durch Lonza Finance Limited.

³⁹ Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. Juni 2002 in Sachen *Lonza Finance Limited* | *Lonza Group AG*, E. 1.5.5, betreffend Anwendbarkeit des Meldeverfahrens gemäss Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000 auf Rückkauf von Aktien der Lonza Group AG durch 100% beherrschte Tochtergesellschaft.

⁴⁰ Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. Juni 2002 in Sachen *Lonza Finance Limited* | *Lonza Group AG*, E. 2.2.

2. Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK: Wirkungen

Dass die Konditionen des öffentlichen Angebotes grundsätzlich denjenigen der Voranmeldung entsprechen müssen, ergibt sich unter anderem aus dem Lauterkeitsprinzip. Gleichwohl muß es dem Anbieter in einem engen Rahmen erlaubt sein, die in der Voranmeldung aufgeführten Konditionen im öffentlichen Angebot zu präzisieren. 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“⁴¹.

Folgender Wortlaut würde dies abdecken:

"¹ Der Anbieter muss innerhalb von sechs Wochen nach der Publikation der Voranmeldung ein Angebot veröffentlichen, das grundsätzlich den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Die Übernahmekommission kann Ausnahmen von dieser Regelung gewähren~~diese Frist verlängern~~, wenn 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."

Immerhin ist zu bemerken, dass aus systematischen Überlegungen bereits der folgende Wortlaut ausreichen würde, da die Übernahmekommission im Rahmen von Art. 4 Abs. 1 UEV-UEK Ausnahmen von den Bestimmungen der Übernahmeverordnung gewähren kann und die Wiederholung dieser Kompetenz bei dieser Norm zu falschen Interpretationen führen könnte:

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

⁴¹

Empfehlung III vom 2. Jul 2003 in Sachen *InCentive AG*, E. 4.3.3.

3. Art. 9 Abs. 3 UEV-UEK: Wirkungen

Entsprechend unseren Kommentaren zu Art. 37 Abs. 2 und 47 BEHV-EBK sollte in Art. 9 Abs. 3 UEV-UEK die bisherige lit. a wieder aufgenommen und eine neue Litera eingefügt werden:

" a. die Berechnung des Preises eines Pflichtangebotes (Art. 32 BEHG):

(...)

f. das Inkrafttreten der Börsenverordnung-EBK (Art. 47 BEHV-EBK) und dieser Verordnung (Art. 63)."

4. Art. 10 Abs. 3 UEV-UEK: Gleichbehandlungsgrundsatz

Aufgrund unserer Änderungsvorschläge zu Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK sollte Art. 10 Abs. 3 UEV-UEK wie folgt lauten:

"³ Das Angebot muss sich auch auf Beteiligungspapiere erstrecken, welche aus der Ausübung von Optionsrechten bis zum Ende der Nachfrist (Art. 14 Abs. 5) stammen, ~~nicht hingegen notwendigerweise auf die Optionsrechte selbst.~~"

5. Art. 10 Abs. 6 und 7 UEV-UEK: Gleichbehandlungsgrundsatz

Zu Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK wird als Begründung aufgeführt, daß bei der Berechnung der Frist nicht nur auf das Verfügungsgeschäft, sondern auch auf das Verpflichtungsgeschäft abzustellen sei. Nicht klar wird aus dem Wortlaut von Art. 10 Abs. 6, wie es sich bei Verpflichtungsgeschäften verhält, die vor der Veröffentlichung des Angebotes eingegangen werden, jedoch erst danach vollzogen werden.

Aus Rechtssicherheitsgründen schlagen wir deshalb folgende Ergänzung vor:

"⁶ Erwirbt der Anbieter nach Veröffentlichung des Angebotes und während zwölf Monaten nach Ablauf der Nachfrist Eigentum an Beteiligungspapieren bzw. Optionsrechten der Zielgesellschaft oder verpflichtet er sich in dieser Zeitspanne zu deren Erwerb zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis, muss er diesen Preis allen Empfängern des Angebotes anbieten."

Entsprechend unseren Kommentaren zu Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK sollte Art. 10 Abs. 7 UEV-UEK gestrichen werden.

6. Art. 11 UEV-UEK: Handeln in gemeinsamer Absprache und organisierte Gruppen

Nach der von uns vorgeschlagenen Revision von Art. 16 BEHV-EBK sollte Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK wie folgt geändert werden:

"¹ Für im Hinblick auf ein Angebot in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe mit dem Anbieter handelnde Personen gilt Artikel 15 Absätze 1 und 2 sowie Artikel 16 BEHV-EBK sinngemäss."

7. Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK: Bedingungen des Angebotes

Aus systematischen Überlegungen sollte in Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK auf den Wortlaut von Art. 156 OR abgestellt werden. Dies gewährleistet, daß bei der Auslegung von Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK auf die Rechtsfortbildung und umfangreiche Literatur zu Art. 156 OR zurückgegriffen werden kann. Ohne Änderung des Wortlautes wäre unklar, ob mit dem Passus „alle ihm zumutbaren Maßnahmen“ etwas Anderes gilt als gemäss Art. 156 OR. Folglich schlagen wir folgende Änderung vor:

"¹ (...) Falls der Anbieter aufgrund der Art der Bedingungen einen Beitrag zu deren Eintritt leisten kann, gilt die Bedingung als erfüllt, wenn ihr Eintritt vom Anbieter wider Treu und Glauben verhindert worden ist (Art. 156 OR) muss der Anbieter alle ihm zumutbaren Massnahmen ergreifen, damit die Bedingungen eintreten."

8. Art. 14 Abs. 2 und 5 UEV-UEK: Dauer des Angebotes

Aufgrund der formellen Präzisierung von Art. 14 Abs.1 UEV-UEK sollte Absatz 2 wie folgt angepaßt werden:

"² Legt ein Anbieter ein Angebot vor ~~seiner~~ Veröffentlichung des Angebotsprospektes 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."

Die folgende Änderung ist redaktioneller Natur:

"⁵ Kommt das Angebot zustande, so muss der Anbieter während zehn Börsentagen nach der Veröffentlichung des ZwischeneErgebnisses ein Recht

zur nachträglichen Annahme des Angebotes einräumen (Nachfrist). Dies gilt auch bei einem unbedingten Angebot.“

9. Art. 17 Abs. 1^{bis} UEV-UEK: Grundsätze

Gemäss dem Revisionsvorschlag muß ein Anbieter den Angebotsprospekt nachführen, wenn er während der Dauer des Angebots Kenntnis von für das Angebot wesentlichen Informationen erlangt. Wörtlich ausgelegt bedeutet diese Bestimmung, daß der Angebotsprospekt ergänzt und als Folge von Art. 15 Abs. 2 UEV-UEK in der gleichen Form wie der ursprüngliche Angebotsprospekt veröffentlicht werden muß (z.B. ein Neudruck des ganzen Angebotsprospektes). Dies würde vor allem bei geringfügigen Änderungen zu unnötigen Kosten führen. Auf der anderen Seite ist die Notwendigkeit, neue Erkenntnisse zu kommunizieren, wegen der Bedeutung des Angebotsprospektes als Entscheidungsgrundlage ausgewiesen.

Aufgrund dieser Überlegungen schlagen wir in Anlehnung an die Vorschriften für Kotierungsprospekte⁴² folgenden neuen Wortlaut vor:

"^{1bis} Falls zwischen dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospektes bis zum Zustandekommen des Angebotes wesentliche Änderungen zu den in diesem Dokument gemachten Angaben eingetreten sind, sind diese ebenfalls in der gleichen Form wie der ursprüngliche Angebotsprospekt zu veröffentlichen.“

10. Art. 18 Abs. 2 UEV-UEK: Veröffentlichung des Angebotes

Die folgende Ergänzung ergibt sich infolge der formellen Präzisierung in Art. 18 Abs. 1 UEV-UEK:

"² EsDas Angebot muss mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten, zugestellt werden.“

⁴²

Vgl. Art. 34 Abs. 2 und 48 Ziff. 5 des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange.

11. Art. 25 UEV-UEK: Prüfstelle

a) Funktion der Prüfstelle im Übernahmeverfahren

Die Aufgaben der Prüfstelle sind mannigfaltig. Nicht nur muß sie das Angebot auf seine Übereinstimmung mit Gesetz und Verordnung prüfen und Rechtsfragen beurteilen, sondern ihre Aufgabe besteht auch in der Nachprüfung von Tatsachen, die von der Übernahmekommission in der Regel nicht selbständig überprüft werden⁴³.

Die Prüfstelle ist somit in das börsenrechtliche Aufsichtskonzept eingebunden⁴⁴ und hat weitgehende Überwachungs- und Kontrollfunktionen. Sie ist der „verlängerte Arm“⁴⁵ der Übernahmekommission und der Bankenkommission. Folglich sind die Aufgaben der Prüfstelle darauf ausgerichtet, durch ihre Tätigkeit die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sowie die Transparenz und Lauterkeit der öffentlichen Angebote sicherzustellen (Art. 1 UEV-UEK).

b) Unabhängigkeit und Folgen der fehlenden Unabhängigkeit

Die Prüfstelle wird vom Anbieter beauftragt bzw. bezahlt und steht somit in einem auftragsähnlichen Verhältnis zum Anbieter. Damit die Prüfstelle ihre Funktion erfüllen kann, muß sie von äußeren Faktoren unbeeinflusst sein. Andernfalls ist ihre Funktionserfüllung nicht sichergestellt.

Art. 25 Abs. 2 UEV-UEK statuiert neu das Unabhängigkeitserfordernis der Prüfstelle⁴⁶. Aufgrund des Gebotes der Unabhängigkeit (vgl. Art. 25 Abs. 2 UEV-UEK) ist die Prüfstelle nicht im Sinne von Art. 397 OR weisungsgebunden. Die Prüfstelle muß ihre Aufgaben gemäß Art. 26 ff. UEV-UEK in Eigenverantwortung erfüllen. Der

⁴³ TSCHÄNI | OERTLE, a.a.O., Art. 25 N 4 BEHG; CHRISTIAN MEIER-SCHATZ | URS GASSER, a.a.O., S. 193.

⁴⁴ DANIEL LENGAUER, Die Rolle der Prüfstelle bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions IV*, Zürich 2002, S. 19 – 52, S. 20 f.

⁴⁵ LENGAUER, a.a.O., S.22.

⁴⁶ In der Lehre und in der Praxis ist unbestritten, dass die Prüfstelle unabhängig sein muss: TSCHÄNI, a.a.O., S. 362; LENGAUER, a.a.O., S. 25; Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. April 2000 in Sachen *Tsufa AG | Big Star Holding AG*.

Anbieter darf nicht bestimmen, wie die Prüfstelle ihre Aufgaben wahrzunehmen hat.

Die Unabhängigkeit umfaßt eine innere und äußere Unabhängigkeit⁴⁷: Die effektive, tatsächliche Unabhängigkeit setzt voraus, daß die Prüfstelle ihre Aufgaben frei und unbeeinflusst vom Anbieter bzw. dessen Organen wahrnehmen kann (*independence of fact*). Gegen außen soll mit der Unabhängigkeit der Anschein der Befangenheit vermieden werden (*independence in appearance*). Somit können die Grundsätze der Unabhängigkeit der Revisionsstelle⁴⁸ sowie des Fusions-, Spaltungs- und Umwandlungsprüfers⁴⁹ sinngemäß auf die Prüfstelle angewendet werden.

Entsprechend den bedeutenden Funktionen der Prüfstelle im Übernahmeverfahren erstaunt es, daß das Börsengesetz und ihre Ausführungsverordnungen keine Haftung der Prüfstelle für die nicht ordnungsgemäße Abwicklung ihrer Aufgaben vorsieht. Gemäß herrschender Lehre haftet die Prüfstelle dem Anbieter aus Auftragsrecht. Gegenüber den Empfängern des Angebotes steht die außervertragliche Haftung im Vordergrund⁵⁰. Der Kläger trägt die Beweislast für die vier Haftungsvoraussetzungen: Schaden, objektive Widerrechtlichkeit, adäquater Kausalzusammenhang und Verschulden. Da es in diesem Zusammenhang in der Regel um Vermögensschäden geht, besteht die Widerrechtlichkeit im Verstoß gegen eine einschlägige Schutznorm⁵¹. Reine Vermögensschäden führen nur bei Verletzung einer Schutznorm zu einer außervertraglichen Haftung, was mithin bedeutet, daß die Prüfstelle für einen Vermögensschaden der Angebotsempfänger

⁴⁷ LENGAUER, a.a.O., S. 25; bezüglich der Unabhängigkeit der Revisionsstelle vgl. ROLF WATTER, Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530 - 1186 OR, Heinrich Honsell | Nedim Peter Vogt | Rolf Watter (Hrsg.), 2. Aufl., Basel | Genf | München 2002, N 4 ff. zu Art. 727c OR (zit. OR II-WATTER); vgl. auch Art. 18 Abs. 3 BEHG und Art. 33 BEHV.

⁴⁸ ROLF WATTER, Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt und Rolf Watter, Basel|Genf|München 1999, Art. 18.N 12 ff. BEHG (zit. BEHG-WATTER); OR II-WATTER, Art. 727c N 4 ff.

⁴⁹ ALBERT COMBOEUF, Fusionsgesetz, Baker & McKenzie (Hrsg.), Bern 2003, Art. 15 N 10.

⁵⁰ TSCHÄNI | OERTLE, Art. 25 N 7 BEHG; LENGAUER, a.a.o., S. 50 f.

⁵¹ ANTON K. SCHNYDER, zu Art. 41 OR, in: Heinrich Honsell | Nedim Peter Vogt | Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1 – 529 OR, 2. Aufl., Basel | Frankfurt am Main 1996, N 34 ff. zu Art. 41 OR: Dieses sog. Verhaltensunrecht setzt eine Verletzung einer Norm vor, die Schäden von der Art des Eingetretenen verhüten soll.

nur beschränkt haftet. Dies im Gegensatz zur strikteren Revisionshaftung der Revisionsstelle gemäß Art. 755 OR und zur Verantwortlichkeit der Fusions-, Spaltungs- und Umwandlungsprüfer⁵².

Diese Feststellung betreffend Haftung der Prüfstelle sollte bei der Frage nach den Unabhängigkeitserfordernissen der Prüfstelle beachtet werden. Der Verweis auf die Unabhängigkeit der Revisionsstelle ohne Berücksichtigung der strikteren Revisionshaftung ist zu beanstanden.

c) Ungenügende Unabhängigkeitserfordernisse

Aufgrund der fehlenden Aufsicht über die Prüfstelle und der laxen Haftungsbestimmungen sollten an die Unabhängigkeit der Prüfstelle hohe Anforderungen gestellt werden. Schon der Anschein der Abhängigkeit, wie zum Beispiel potentielle Interessenkonflikte, dürfen nicht toleriert werden. Demzufolge sollten für die Prüfstellen weitgehende Unabhängigkeitsregeln gelten. Da die Prüfstelle ein Gehilfe der Übernahmekommission ist, sollten wie beim Sachverständigen im Gerichtsverfahren⁵³ die Regeln über den Ausstand der Übernahmekommission berücksichtigt werden⁵⁴.

Dies bedeutet einmal, daß ein Mandat als Prüfstelle und als Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft nicht kumuliert werden sollte. Eine solche Kumulation für Revisionsstellen eines Anbieters und einer Zielgesellschaft, die an einer amerikanischen Börse kotiert sind, ist aufgrund der Unabhängigkeitsregeln des amerikanischen Wertpapiergesetzes wohl ohnehin nicht möglich⁵⁵.

In diesem Sinne darf es nicht vorkommen, daß die Revisionsstelle des Anbieters zugleich auch Prüfstelle ist⁵⁶. Es entspricht einer all-

⁵² COMBOEUF, a.a.O., Art. 15 N 28.

⁵³ Für Sachverständige eines Gerichtes gelten die gleichen Ausstands- und Ablehnungsgründe wie für die Richter; vgl. OSCAR VOGEL | KARL SPÜHLER, Grundriss des Zivilprozessrechts und des internationalen Zivilprozessrechts der Schweiz, 7. Auflage Bern 2001, S. 285.

⁵⁴ Vgl. in Sinne einer extensiven Auslegung der Unabhängigkeitserfordernisse auch WEBER, a.a.O., Art. 25 N 5. vgl. Art. 18 des Reglements der Übernahmekommission.

⁵⁵ OR II-WATTER, Art. 727c N 3a.

⁵⁶ Die Übernahmekommission vertritt eine andere Meinung, vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. April 2000 in Sachen *Tsufa AG | Big Star Holding AG*.

gemeinen Lebenserfahrung, daß wirtschaftliche Interessen zum Anschein der Abhängigkeit führen, zum Beispiel wird eine Revisionsstelle alles unternehmen, um ein prestigeträchtiges Revisionsmandat nicht zu verlieren. Potentiell würde dies ihre Unabhängigkeit beeinträchtigen (*independence in appearance*). Im Verhältnis zur Zielgesellschaft gilt es zu beachten, daß die Revisionsstelle der Zielgesellschaft in einem Übernahmeverfahren bestimmte Funktionen zu übernehmen hat (z.B. gemäß Art. 30 Abs. 3 UEV-UEK), weshalb latente Interessenkonflikte vorprogrammiert sind. Bei unfreundlichen Übernahmen kommt die Revisionsstelle der Zielgesellschaft ohnehin nicht in Frage⁵⁷.

Und schliesslich sind auch die neueren gesetzgeberischen Entwicklungen betreffend Unabhängigkeitsanforderungen an die Revisionsstelle (vgl. vor allem die Unvereinbarkeit mit Beratungsmandaten) zu beachten. Das Eidgenössische Justiz- und Polizeidepartement hat auf Ende Dezember 2003 eine Botschaft mit Gesetzesentwurf über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisoren erarbeitet. Dieser Gesetzesentwurf verschärft die Unabhängigkeitsanforderungen der Revisionsstelle, um Interessenkonflikte zu verhindern⁵⁸. Auslöser dieser Entwicklungen waren verschiedene parlamentarische Initiativen und Motionen, die ein Konzept „*audit-only*“ gefordert haben⁵⁹.

d) Gegenvorschlag

Aus markthygienischen Gründen sowie aus funktionalen Überlegungen, auch um jeglichen Anschein von Interessenkonflikten zu vermeiden, muß die Prüfstelle effektiv unabhängig und unbefangen sein, weshalb Art. 25 Abs. 2 UEV-UEK wie folgt ergänzt werden muss:

"2 (neu) Die Prüfstelle muß vom Anbieter, von der Zielgesellschaft und vom mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragten Dritten unabhängig sein.

⁵⁷ LENGAUER, a.a.O., S. 27.

⁵⁸ Vgl. Pressemitteilung vom 15. Dezember 2003, EJPD; der Bundesrat hat diese Botschaft noch nicht verabschiedet, um die sich anbahnenden internationalen Rechtsentwicklungen berücksichtigen zu können.

⁵⁹ Bericht der Kommission für Rechtsfragen des Ständerates vom 15. August 2003 betreffend Unabhängigkeit des Revisorates; Amtliches Bulletin 2003 – Nationalrat – 798 ff.

3 (neu) Tritt auf die Prüfstelle ein Ausstandsgrund gemäss Artikel 10 des Verwaltungsverfahrensgesetzes zu, so muss sie in den Ausstand treten. Ist das Vorliegen eines Ausstandsgrundes streitig, so entscheidet die Bankkommission.“

12. Art. 29 Abs. 5 UEV-UEK: Grundsätze

a) Fusionsgesetz vs. Praxis der Übernahmekommission

Aus rechtssystematischen Überlegungen sollte der Inhalt einer Fairness Opinion, entgegen der neueren Praxis der Übernahmekommission⁶⁰, nicht weitergehen als der Prüfungsbericht des Fusions-, Spaltungs- und Umwandlungsprüfers (vgl. Art. 15 Abs. 4, Art. 39 Abs. 3 und Art. 61 Abs. 3 FusG). Die neuen Bestimmungen des Fusionsgesetzes, die ebenfalls Transparenz gewährleisten (vgl. Art. 1 Abs. 2 FusG), sollten analog für die Fairness Opinion gemäss Art. 29 Abs. 5 UEV-UEK gelten.

b) Inhalt und Zweck des Fusionsberichtes und der Fairness Opinion

Bei einer Fusion von Publikumsgesellschaften muss der Fusionsbericht, der die Ergebnisse der Fusionsprüfung (wobei sich die Fusionsprüfung hauptsächlich auf die Prüfung des Unternehmenswertes konzentriert⁶¹) darlegt, die Angaben gemäss Art. 15 Abs. 4 FusG enthalten. Der Fusionsbericht beschreibt unter anderen in allgemeiner Form die Bewertungsgrundlagen und –methoden⁶². Das Bewertungsgutachten, das als Grundlage für die Prüfung der Unternehmensbewertung dient, muss den Aktionären nicht zugänglich gemacht werden⁶³. Demgegenüber entspricht eine Fairness Opinion gemäss neuester Praxis der Übernahmekommission nur dann dem Gebot der Transparenz, wenn „die vom Beauftragten konkret herangezogenen Grundlagen und angewandten Parameter (beispielsweise Diskontierungsgrundsätze, Nennung von

⁶⁰ Empfehlung der Übernahmekommission vom 21. August 2003 in Sachen *Alpine Select AG | EIC Electricity SA*, E. 9.3.

⁶¹ COMBOEUF, a.a.O., Art. 15 N 15.

⁶² COMBOEUF, a.a.O., Art. 15 N 19 f.

⁶³ COMBOEUF, a.a.O., Art. 15 N 15.

Transaktionen, die zu Vergleichszwecken herangezogen wurden, historische Kursbetrachtungen etc.)⁶⁴ offen gelegt werden.

Weder aus Transparenzgründen noch aus Sicht des Markt- und Anlegerschutzes ist es gerechtfertigt, wenn im Vergleich zum Fusionsbericht erhöhte Anforderungen an den Detaillierungsgrad einer Fairness Opinion im Übernahmeverfahren gestellt werden. Funktional entspricht die Fairness Opinion weitgehend dem Fusionsbericht: Es geht darum, den betroffenen Aktionären eine Grundlage zu geben, damit sie die Einschätzungen betreffend Angebotspreis bzw. Umtauschverhältnis nachvollziehen und ihren Entscheid (d.h. Annahme oder Ablehnung eines Angebotes bzw. Zustimmung zum Fusionsbeschluß) in Kenntnis der Sachlage treffen können (Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK).

c) Textvorschlag

Diese Überlegungen führen uns dazu, den folgenden Änderungsvorschlag zu unterbreiten:

„5 (neu) Stützt sich die Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft auf eine Beurteilung Dritter („Fairness Opinion“), hat diese dem Gebot der Vollständigkeit und der Transparenz zu genügen und wird diese integrierender Bestandteil des Berichtes. – Art. 29 Abs. 4 findet analog Anwendung.“

13. Art. 29 Abs. 6 UEV-UEK: Grundsätze

Künftig soll derjenige, welcher eine Fairness Opinion erstellt, den gleichen fachlichen Anforderungen (vgl. Art. 29 Abs. 6 i.V.m. Art. 25 Abs. 1 UEV-UEK) und Unabhängigkeitserfordernissen genügen wie die Prüfstelle. Diese allgemeine Regelung geht zu weit und sollte wie folgt geändert werden.

„6 (neu) Der mit der Erstellung einer solchen Beurteilung beauftragte Dritte hat die Anforderungen von Art. 25 Abs. 1 des Gesetzes zu erfüllen und muss sowohl vom Anbieter und dessen Prüfstelle wie auch von der Zielgesellschaft unabhängig sein.“

⁶⁴

Empfehlung der Übernahmekommission vom 21. August 2003 in Sachen *Alpine Select AG* | *EIC Electricity SA*, E. 9.3.

Dies aus folgenden Gründen:

1. Die Prüfstelle ist mithin der „verlängerte“ Arm der Übernahmekommission und erfüllt wichtige Kontroll- und Überwachungsfunktionen. Sie ist Bestandteil des übernahmerechtlichen Aufsichtskonzeptes. Demgegenüber hat der Verfasser einer Fairness Opinion, regelmäßig eine Treuhandgesellschaft oder eine Investmentbank, keine aufsichtsrechtlichen Aufgaben, sondern ist Beauftragter der Zielgesellschaft. Der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft zieht solche Bewertungen bei, um seine Stellungnahme zum Angebot zu rechtfertigen⁶⁵, mithin um seinen Sorgfalts- und Treuepflichten gemäß Art. 717 OR zu genügen, insbesondere bei Vorliegen von potentiellen Interessenkonflikten.
2. Sollte ein Bewerter lediglich ein Gefälligkeitsgutachten erstellen, hätte dies unter anderem die folgenden Konsequenzen. Der Verwaltungsrat könnte die Fairness Opinion nicht mehr als Nachweis benutzen, er habe seine Aufgaben mit aller Sorgfalt und im Interesse der Gesellschaft erfüllt. Der Ersteller eines Gefälligkeitsgutachtens würde sich gegebenenfalls einer Haftung aus erwecktem Vertrauen aussetzen⁶⁶.
3. Die vorgeschlagenen Erfordernisse verkomplizieren und verteuern das Angebotsverfahren ohne zusätzlichen Nutzen für die Angebotsempfänger. Neben dem üblichen Finanzberater, der die Zielgesellschaft in der Transaktion berätet und dessen Entschädigung oder zumindest ein wesentlicher Teil erfolgsabhängig ist, muß die Zielgesellschaft einen zusätzlichen Spezialisten für die Erstellung der Fairness Opinion mandatieren und bezahlen. Dies obwohl eine völlige Unabhängigkeit von der Zielgesellschaft nicht der allgemeinen Lebenserfahrung entspricht. Und zudem ist darauf hinzuweisen, daß „die Fairness Opinion lediglich eine mittelbare Informationsfunktion erfüllt und damit aus informationstheoretischer Sicht (...) konzeptionell von sekundärer Bedeutung ist“⁶⁷.

⁶⁵ MEIER-SCHATZ | GASSER, a.a.O., 197.

⁶⁶ Vgl. BGE 4C.193|2000 vom 26. September 2001 Erw. 5; BGE 120 II 336 Erw. 5; BGE 124 III 304 Erw. 6a.

⁶⁷ MEIER-SCHATZ | GASSER, a.a.O., S. 198.

Dass eine Fairness Opinion beim Anlegerpublikum eine Bedeutung hat, ist unbestritten. Indessen ist jedem Marktteilnehmer klar, daß der Verfasser einer Fairness Opinion nicht völlig unabhängig von seinem Auftraggeber sein kann. Der Markt vertraut vielmehr auf den Reputationsverlust und eine allfällige Haftung aus erwecktem Vertrauen (oder eine Haftung für Verletzungen von Informationspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt⁶⁸) eines Bewerter, der ein reines Gefälligkeitsgutachten erstellt.

4. Aus praktischer Sicht darf man sich nicht der Illusion hingeben, der Ersteller einer Fairness Opinion sei von der Zielgesellschaft unabhängig. Die Zielgesellschaft ist Auftraggeber, und der Bewerter ist Beauftragter, dem gemäß Auftragsrecht Sorgfalts- und Treupflichten obliegen. Im Gegensatz zur Prüfungsstelle, die als Beauftragte die ihr übertragenen Aufgaben im Rahmen ihrer gesetzlichen Verpflichtungen gemäß Art. 25 ff. UEV-UEK ausführt (und dabei nicht im Sinne von Art. 397 OR weisungsgebunden ist), hat der Bewerter keine gesetzliche Rechtfertigung für eine allfällige Verletzung seiner auftragsrechtlichen Verpflichtungen.
5. Die Praxis der Übernahmekommission zur Unabhängigkeit der Ersteller von Fairness Opinions kann nicht als Rechtfertigung der neuen Bestimmung dienen⁶⁹. Diese Praxis ist vor dem Hintergrund von Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK zu sehen. Solche Fairness Opinions werden unter anderem als Maßnahmen gegen potentielle Interessenkonflikte von Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft eingeholt. Die neue Bestimmung ist nicht nur auf diese Fälle beschränkt, sondern auch auf alle anderen Fairness Opinions anwendbar. Gehört es doch zur zunehmenden Gepflogenheit, solche Fairness Opinions gewissermassen als Schutz des Verwaltungsrates vor allfälligen Verantwortlichkeitsklagen einzuholen.

⁶⁸ OR II-WATTER, N 2 zu Art. 752 OR.

⁶⁹ Empfehlung I der Übernahmekommission vom 16. April 2003 in Sachen *Centerpulse AG*, E. 6.3.

14. Art. 35 Abs. 2 lit. d UEV-UEK: Gesetzwidrige Abwehrmassnahmen

Da Kapitalerhöhungen von Publikumsgesellschaften in der Regel mittels einer Festübernahme durch eine Bank erfolgen, bei der die Bezugsrechte der Aktionäre formell ausgeschlossen, jedoch wirtschaftlich gewährt werden, ist folgende redaktionelle Präzisierung angezeigt:

"d. die Ausgabe von Aktien aufgrund des genehmigten Kapitals ohne direktes oder indirektes Bezugsrecht der Aktionäre, sofern der Beschluss der Generalversammlung, der das genehmigte Kapital schafft, nicht ausdrücklich die Ausgabe von Aktien im Fall eines Angebotes vorsieht. Dasselbe gilt für die Ausgabe von Obligationen mit Optionsrechten aufgrund eines bedingten Kapitals ohne Vorwegzeichnungsrecht der Aktionäre."

15. Art. 63 UEV-UEK: Inkrafttreten

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

"¹ (neu) Die Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (Übernahmeverordnung -UEK, UEV-UEK) wird aufgehoben, außer für öffentliche Kaufangebote, die vor Inkrafttreten dieser Verordnung veröffentlicht werden.

² (neu) Diese Verordnung tritt am in Kraft. Sie gilt für alle öffentlichen Kaufangebote, die nach deren Inkrafttreten veröffentlicht werden."

Wir hoffen, Ihnen mit der vorliegenden Stellungnahme für Sie akzeptable Ergänzungs- und Änderungsvorschläge zur Revision der Börsenverordnung-EBK und der Übernahmeverordnung unterbreitet zu haben. Der Unterzeichnete steht Ihnen für allfällige Rückfragen oder zusätzliche Ausführungen gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung


Dr. Hansjürg Appenzeller

Beilagen: - Synoptische Darstellung der Börsenverordnung-EBK
- Synoptische Darstellung der Übernahmeverordnung

Kopie an: - Dres. Heinz Schärer, René Bösch, Daniel Daeniker und Claude Lambert, Homburger