

## Per E-Mail und Post

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

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

Zürich, 11. August 2008 FF  
99280.002

## ENTWURF FÜR DIE NEUE ÜBERNAHMEVERORDNUNG – ANHÖRUNG

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

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

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

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

## A. ZUSAMMENFASSUNG

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

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

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

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

## B. BEMERKUNGEN ZUM ENTWURF IM EINZELNEN

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

### 1. ERSTES KAPITEL – ALLGEMEINE BESTIMMUNGEN

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

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

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

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

## 2. ZWEITES KAPITEL – VORANMELDUNG EINES ANGEBOTS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3. DRITTES KAPITEL – ANGEBOT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4. VIERTES KAPITEL – ANGEBOTSPROSPEKT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 5. FÜNFTES KAPITEL – PRÜFUNG DES ANGEBOTS

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

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

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

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

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

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

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

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

Wir lehnen die vorgeschlagenen Änderungen aus den folgenden Gründen ab:

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

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

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

Wir lehnen die vorgeschlagenen Änderungen aus den folgenden Gründen ab:

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

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

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

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

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

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

## 7. SIEBTES KAPITEL – ABWEHRMASSNAHMEN DER ZIELGESELLSCHAFT

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 8. ACHTES KAPITEL – MELDUNG VON TRANSAKTIONEN

Keine Bemerkungen.

## 9. NEUNTES KAPITEL – VERÖFFENTLICHUNG DES ERGEBNISSES

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

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

## 10. ZEHNTES KAPITEL – KONKURRIERENDE ANGEBOTE

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

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

## 11. ELFTES KAPITEL – VERFAHREN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[Abs. 2 und 3 unverändert.]

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

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

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

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

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

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

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

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

«Art. 63 Übrige Verfahren

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mit freundlichen Grüßen



Rudolf Tschäni



Jacques Iffland



Hans-Jakob Diem