



University of Zurich
Zurich Open Repository and Archive

Winterthurerstr. 190
CH-8057 Zurich
<http://www.zora.unizh.ch>

Year: 2000

Unternehmensübernahmen und Börsenrecht

Von der Crone, Hans Caspar

Von der Crone, Hans Caspar. Unternehmensübernahmen und Börsenrecht. Mergers & Acquisitions II / hrsg. von Rudolf Tschäni, S. 157-172.

Postprint available at:
<http://www.zora.unizh.ch>

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich.
<http://www.zora.unizh.ch>

Originally published at:
Mergers & Acquisitions II / hrsg. von Rudolf Tschäni, S. 157-172

Unternehmensübernahmen und Börsenrecht*

INHALTSVERZEICHNIS

I. INFORMATIONSPOLITIK.....	2
II. VORANMELDUNG.....	4
A. FUNKTION.....	4
B. INHALT	4
C. VERÖFFENTLICHUNG.....	5
D. WIRKUNGEN	5
E. PRÜFUNG DURCH DIE ÜBERNAHMEKOMMISSION.....	5
III. KONTROLLERWERB DURCH ÖFFENTLICHES ANGEBOT.....	6
A. PROSPEKT	6
B. HANDELN IN GEMEINSAMER ABSPRACHE.....	7
C. PREIS.....	7
1. Grundsatz.....	7
2. Preisanpassungen.....	8
3. Fairness Opinion.....	8
4. Gleichbehandlung	8
D. BERICHT DES VERWALTUNGSRATES DER ZIELGESELLSCHAFT	9
E. BEDINGUNGEN	10
F. TEILANGEBOTE	10
G. TAUSCHANGEBOTE.....	11
IV. KONTROLLERWERB DURCH PRIVATE KONTROLLTRANSAKTION.....	11
A. PREISUNTERGRENZE.....	11
B. OPTING UP UND OPTING OUT	12
1. Begriffe.....	12
2. Beschränktes opting out?.....	12
3. Verfahren.....	12
V. KONTROLLERWERB DURCH ABSCHLUSS EINES ABV	13
VI. UNTERNEHMENSVERKAUF DURCH AUKTION.....	13
VII. UNFREUNDLICHE ÜBERNAHMEN.....	14
A. BÖRSEGESETZLICHER AUSSCHLUSS VON ABWEHRMASSNAHMEN	14
B. AKTIENRECHTLICHE ZULÄSSIGKEIT VON ABWEHRMASSNAHMEN	14
VIII. FUSIONEN.....	15
IX. VERFAHREN VOR DER ÜBERNAHMEKOMMISSION.....	15

* Meiner Assistentin Frau lic. iur. Jrena Frauenfelder danke ich für die wertvolle Mithilfe bei der Zusammenstellung und Aufarbeitung des Materials.

I. Informationspolitik

Nach Art. 72 Abs. 1 KR sind kotierte Gesellschaften verpflichtet, den Markt über nicht öffentlich bekannte, kursrelevante Tatsachen zu informieren, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Die Bekanntgabe dieser Information hat zu erfolgen, sobald die emittierende Gesellschaft von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat.

Beruhet die kursrelevante Tatsache auf einem Plan oder einem Entschluss der Gesellschaft und ist deren Bekanntwerden geeignet, ihre berechtigten Interessen zu beeinträchtigen, kann die Gesellschaft die Veröffentlichung ausnahmsweise aufschieben.¹ Sie muss aber in diesem Fall die vollständige Geheimhaltung des Ereignisses gewährleisten, um die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer zu gewährleisten.

Unternehmensübernahmen erfüllen in der Regel alle Tatbestandsmerkmale des Art. 72 KR und sind daher grundsätzlich ad hoc publizitätspflichtig.² Eine Übernahme ist jedoch kein Ereignis, dass von einem Moment auf den anderen eintritt, sondern das Resultat eines Entwicklungsprozesses, das Endergebnis einer Kette von Einzelentscheidungen. Damit stellt sich die Frage, ob und wenn ja, von welchem Zeitpunkt an Übernahmeverhandlungen von Art. 72 KR erfasst werden. Die Antwort hängt im wesentlichen von der Definition des Tatsachenbegriffs in Art. 72 Abs. 1 KR ab. Eine enge Auslegung des Tatsachenbegriffs, nach der einzig das Endereignis – also die Übernahme – als Tatsache zu qualifizieren ist, steht einer weiten Begriffsbestimmung gegenüber, welche bereits den einzelnen Entwicklungsstufen Tatsachencharakter zuspricht.³

Primäre Funktion der Ad hoc-Publizität ist die Steigerung der Kapitalmarkteffizienz sowie die Unterbindung des Insiderhandels durch Gewährleistung möglichst umfassender Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer im Hinblick auf die von den kotierten Gesellschaften zur Verfügung gestellten Informationen. Diese Zielsetzung legt es nahe, den Tatsachenbegriff weit auszulegen und schon die einzelnen Entwicklungsschritte, insbesondere die Stufen der unternehmensinternen Entscheidungsfindung, als Tatsachen zu qualifizieren und damit der Publizitätspflicht zu unterstellen, sofern auch die übrigen Tatbestandsvoraussetzungen erfüllt sind. Gegen eine weite Auslegung des Tatsachenbegriffs spricht immerhin, dass eine frühzeitig einsetzende Veröffentlichungspflicht die Geheimhaltungsinteressen einer Gesellschaft tangieren und eine unbelastete und vorurteilsfreie unternehmensinterne Entscheidungsfindung behindern kann.⁴ Zudem kann die Ankündigung von Projekten mit unklarer Realisierungswahrscheinlichkeit, deren Modalitäten also noch nicht auf einer genügend fundierten Grundlage beruhen, die Marktteilnehmer unter Umständen in ihren Anlageentscheidungen fehlleiten und dadurch das Anlegervertrauen in die Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigen.⁵

Trotz dieser Vorbehalte ist einer weiten Auslegung des Tatbestandsbegriffs den Vorzug zu geben. Einerseits ist der Tatsachencharakter einer Information zwar eine notwendige, jedoch für sich al-

¹ Art. 72 Abs. 2 KR.

² Unter Umständen ist die Akquisition verhältnismässig kleiner Unternehmen nicht kursrelevant. Vgl. Böckli Peter, Das Informationsverhalten der Besten wird zur Regel für alle, in: Invest (Magazin der Finanz und Wirtschaft, Investor Relations), August 1997, S. 50.

³ Vgl. Hsu Peter, Ad hoc-Publizität: Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen – ein Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität, Diss. Zürich, erscheint voraussichtlich im Frühjahr 2000, S. 115; von Fischer Marie, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, in: Abhandlungen zum schweizerischen Recht, Heft 629, Diss. Bern 1999, S. 81 ff.

⁴ Vgl. Hsu Peter, S. 117 f.

⁵ Vgl. Hsu Peter, S. 105.

lein keine hinreichende Voraussetzung der Veröffentlichungspflicht. Diese entsteht nur, wenn auch die anderen Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 72 KR – insbesondere die Kursrelevanz⁶ – erfüllt sind. Andererseits werden die Argumente, die gegen eine weite Auslegung des Tatsachenbegriffs sprechen, durch die Möglichkeit des Bekanntgabeaufschubes in Art. 72 Abs. 2 KR relativiert. Da die Führung von Übernahmeverhandlungen im Entscheidungs- und Planungsbereich der involvierten Gesellschaften liegt, kann die Veröffentlichung dieser Tatsache solange aufgeschoben werden, als dadurch berechtigte Interessen dieser Gesellschaften tangiert werden und die Geheimhaltung gewährleistet werden kann.⁷ Der Entscheid darüber, ob die Voraussetzungen für einen Bekanntgabeaufschub erfüllt sind, liegt bei den Gesellschaften selbst – dies im Gegensatz zum deutschen Recht, welches die Kompetenz zum Entscheid über eine allfällige Befreiung von der Veröffentlichungspflicht dem Bundesaufsichtsamt zuweist.⁸ Die schweizerische Regelung lässt den kotierten Gesellschaften mehr Freiraum⁹ und reduziert damit gleichzeitig den erforderlichen administrativen Aufwand. Auch aus diesem Grund ist eine weitgefassete Definition der publizitätspflichtigen Tatsache gerechtfertigt.¹⁰

Der Bekanntgabeaufschub einer grundsätzlich publizitätspflichtigen Tatsache ist nur zulässig, solange die Geheimhaltung derselben gewährleistet wird. Entsteht ein Leck, so ist die Gesellschaft verpflichtet, die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer durch sofortige Publikation der Tatsache wiederherzustellen.¹¹ Die Eruierung eines allfälligen Lecks ist Aufgabe der emittierenden Gesellschaft. Diese muss das Marktgeschehen beobachten und auffällige Aktivitäten im Markt analysieren, um Indizien,¹² die auf ein Leck hinweisen, sofort erkennen und angemessen darauf reagieren zu können. Sobald sie aufgrund der Umstände darauf schliessen muss, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer nicht mehr gewährleistet ist, dass also innerhalb des Marktes kein ausgeglichenes Informationsniveau besteht, hat sie umgehend die Öffentlichkeit zu unterrichten.¹³

⁶ Ausschlaggebend für die Beurteilung der Kursrelevanz sind einerseits die Realisierungswahrscheinlichkeit des Projektes und andererseits dessen Umfang bzw. die Auswirkungen desselben im Verhältnis zur gesamten Aktivität der Gesellschaft (probability/magnitude Formel). Vgl. Hsu Peter, S. 166.

⁷ Die Pflicht zur Sicherstellung der Vertraulichkeit grundsätzlich publizitätspflichtiger Tatsachen dient der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer und damit der Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte (vgl. Art. 1 BEHG). Mögliche Massnahmen zur Gewährleistung der Geheimhaltung sind die Limitierung des Kreises der involvierten Personen sowie Geheimhaltungserklärungen.

⁸ §. 15 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz.

⁹ Diese Freiheit in der Ausgestaltung der gesellschaftseigenen Informationspolitik wie auch die offene Formulierung des Art. 72 KR haben natürlich auch Missbräuche zur Folge. Ein Beispiel aus der jüngsten Praxis ist die Übernahme der US-amerikanischen Olsten Corp. durch die Adecco SA. Obwohl am Markt schon seit längerem über diese Transaktion geredet wurde und die Aktien der Adecco daraufhin an Wert gewannen, erfolgte die offizielle Publikation der Fakten erst, als die Vereinbarung zwischen den involvierten Gesellschaften endgültig war. Dies mit der Begründung, dass die Adecco nicht auf Gerüchte reagiere und nur über vollendete Tatsachen informiere. Marktgerüchte kursierten auch, als die Alusuisse Lonza Group AG mit der Alcan Aluminium Limited und der Pechiney Fusionsgespräche führte. Doch in diesem Fall bestätigten die involvierten Gesellschaften die Kontakte umgehend, nicht ohne darauf hinzuweisen, dass die Verhandlungen noch nicht abgeschlossen seien. Vgl. NZZ vom 19. August 1999.

¹⁰ Ebenso Hsu Peter, S. 123 f.

¹¹ Schweizer Börse, Erläuterungen der Zulassungstelle zur Bekanntgabepflicht bei kursrelevanten Tatsachen gemäss Art. 72 des revidierten Kotierungsreglements (Ad hoc-Publizität), Zürich 1996, S. 14 6.3.

¹² Z.B. am Markt kursierende Gerüchte, die auffällige Parallelen zu von der Gesellschaft geheimgehaltenen, grundsätzlich publizitätspflichtigen Tatsachen aufweisen.

¹³ Böckli Peter, Das Informationsverhalten der Besten wird zur Regel für alle, in: Invest (Magazin der Finanz und Wirtschaft, Investor Relations), August 1997, S. 50 f.

II. Voranmeldung

A. Funktion

Informiert ein Anbieter die Öffentlichkeit über ein geplantes Angebot, so fliesst diese Information in den Kurs der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft ein. Diese grundsätzlich erwünschte Konsequenz einer aktiven Informationspolitik kann für die beteiligten Gesellschaften im Hinblick auf die Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG mit Nachteilen verbunden sein: In der Regel¹⁴ hat der Erwerber einer kontrollierenden Mehrheit an einer kotierten Gesellschaft den verbleibenden Minderheitsaktionären ein Auskaufangebot zu unterbreiten, dessen Preis nicht unter dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der letzten dreissig Börsentage vor der Veröffentlichung des Angebots liegen darf.¹⁵ Informiert der Erwerber frühzeitig, riskiert er, beim anschliessenden Pflichtangebot einen höheren Preis bezahlen zu müssen, da der Börsenkurs infolge der Ankündigung ansteigen könnte. Die Möglichkeit einer Voranmeldung¹⁶ soll diesen Zielkonflikt lösen.¹⁷

B. Inhalt

Die inhaltlichen Anforderungen an die Voranmeldung sind in Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK statuiert. Insbesondere hat der Anbieter den Preis, den er für die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft anzubieten beabsichtigt, sowie den Zeitpunkt, zu welchem das Angebot den Beteiligungsinhabern unterbreitet wird, anzugeben. Ebenso sind allfällige Bedingungen, denen das Angebot unterstellt werden soll, wie z.B. eine bestimmte Erfolgsquote oder eine behördliche Genehmigungen etc., anzugeben;¹⁸ der Übernahmeinteressent kann die Voranmeldung so nicht durch nachträgliche Statuierung einer Bedingung relativieren.¹⁹ Dementsprechend sind die Bestimmungen der UEV-UEK über die Bedingungen des Angebots schon bei der Voranmeldung zu beachten.²⁰

Der in der Voranmeldung in Aussicht gestellte Preis darf gemäss Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK grundsätzlich nur zugunsten der Angebotsempfänger geändert werden. Änderungen zu Lasten der Empfänger sind ausschliesslich in den in der Verordnung abschliessend aufgezählten Fällen zulässig:²¹ einerseits wenn sich aufgrund einer „due diligence review“ der Zielgesellschaft ergibt, dass eine Preisanpassung sachlich gerechtfertigt ist, und andererseits wenn der Angebotspreis sich nach einem festgelegten Verhältnis zum Preis einer bedeutenden Beteiligung an der Zielgesellschaft bestimmt, den der Anbieter noch auszuhandeln hat.²²

¹⁴ Gemäss Art. 22 Abs. 2 und 3 steht es den kotierten Gesellschaften frei, durch Aufnahme einer opting out-Klausel in ihre Statuten potentielle Bieter von der Angebotspflicht gemäss Art. 32 und 52 BEHG zu befreien.

¹⁵ Art. 32 Abs. 4 und 52 BEHG i.V. mit Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK.

¹⁶ Art. 28 lit. a BEHG i.V. mit Art. 7 ff. UEV-UEK.

¹⁷ Tschäni Robert/Oertle Matthias, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 28 BEHG N. 2. Vgl. Art. 9 Abs. 3 lit. a UEV-UEK.

¹⁸ Art. 7 lit. d, e und f UEV-UEK.

¹⁹ Bernet Robert, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), in: Abhandlungen zum schweizerischen Recht, Heft 614, Diss. Bern 1998, S. 159.

²⁰ Art. 13 UEV-UEK. Vgl. dazu unten III.E.

²¹ Art. 9 Abs. 2 lit. a und b UEV-UEK.

²² Zur Erläuterung ein Beispiel: „Der Angebotspreis liegt höchstens 10% unter dem Preis, der in den Verhandlungen mit dem Hauptaktionär über den Verkauf seines kontrollierenden Aktienpakets ausgehandelt wird.“

C. Veröffentlichung

Die Voranmeldung muss auf dieselbe Weise veröffentlicht werden wie ein öffentliches Angebot.²³ Art. 8 UEV-UEK statuiert, dass die Voranmeldung in mindestens zwei Zeitungen zu veröffentlichen und mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien zuzustellen ist, die Börseninformationen verbreiten. Da im Hinblick auf eine rasche Marktinformation unter vollständiger Wahrung der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer vor allem die Weitergabe der Voranmeldung an die elektronischen Medien von Bedeutung ist, treten die Wirkungen der Voranmeldung nach der Praxis der Übernahmekommission bereits zu diesem Zeitpunkt ein. Bedingung ist allerdings, dass die Publikation der Voranmeldung in den Zeitungen innerhalb von zwei bis drei Tagen nachfolgt.²⁴

D. Wirkungen

Die Voranmeldung begründet die Pflicht, innert sechs Wochen seit ihrer Veröffentlichung ein Angebot zu den in Aussicht gestellten Konditionen zu veröffentlichen. Der Voranmeldung kommt also verbindliche Wirkung zu.²⁵ Daraus resultiert meines Erachtens ein direkter privatrechtlicher Anspruch der Aktionäre der Zielgesellschaft, der sich allerdings nicht direkt auf den Kauf ihrer Beteiligungspapiere, sondern auf die Unterbreitung des Angebots richtet.²⁶

Der Zeitpunkt der Voranmeldung tritt ausserdem in bestimmten Fällen an die Stelle des Datums der Veröffentlichung des Angebots.²⁷ Für den Anbieter besonders interessant ist die Möglichkeit, durch Voranmeldung seines Angebotes den im Rahmen eines Pflichtangebotes geschuldeten Mindestpreis einzufrieren.²⁸ Allerdings entsteht mit der Voranmeldung auch die Meldepflicht für Transaktionen in Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft.²⁹ Zusätzlich wird mit der Voranmeldung eines Angebots der Zeitraum verlängert, während dessen der Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft in Bezug auf die Implementierung von Abwehrmassnahmen Schranken gesetzt sind.³⁰

E. Prüfung durch die Übernahmekommission

Aus zeitlichen Gründen ist eine Prüfung der Voranmeldung durch einen Ausschuss der Übernahmekommission in der Regel nicht möglich. Stattdessen hat sich die summarische Prüfung in der Form einer Auskunft des Präsidenten eingebürgert.³¹

²³ Art. 8 und 18 UEV-UEK.

²⁴ Vgl. Empfehlung der UEK vom 05. Mai 1999 in Sachen IMG/SIG, Ziff. 1.2; Art. 19 Abs. 2 BEHV-EBK.

²⁵ Tschäni Robert/Oertle Matthias, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 28 BEHG N. 4.

²⁶ Anspruchsgrundlage ist Art. 9 Abs. 1 Satz 1 UEV-UEK.

²⁷ Art. 9 Abs. 3 UEV-UEK.

²⁸ Art. 9 Abs. 3 lit. a UEV-UEK i.V.m. Art. 32 Abs. 4 BEHG und 37 Abs. 2 BEHV-EBK.

²⁹ Art. 9 Abs. 3 lit. b UEV-UEK i.V.m. Art. 31 BEHG und 37 ff. UEV-UEK.

³⁰ Art. 9 Abs. 3 lit. b UEV-UEK i.V.m. Art. 29 Abs. 2 und 3 BEHG und 34 ff. UEV-UEK.

³¹ Vgl. unten Kap. IX.

III. Kontrollerwerb durch öffentliches Angebot

A. Prospekt

Kernstück des öffentlichen Angebots ist der Angebotsprospekt. Er ist gemäss Art. 25 BEHG vor der Veröffentlichung durch eine Prüfstelle, das heisst durch eine Revisionsstelle oder einen Effekthändler, auf seine Gesetz- bzw. Verordnungsmässigkeit hin zu prüfen.³² In der Praxis werden Angebotsprospekte zudem regelmässig der Übernahmekommission zur Prüfung vorgelegt.³³ Dadurch verhindert der Anbieter, dass das Angebot nach seiner Veröffentlichung ergänzt oder korrigiert werden muss.³⁴ Ausserdem kann er das Dispositiv der Empfehlung der Übernahmekommission im Prospekt abdrucken, was heute Standard ist.

Grundsätzlich muss der Angebotsprospekt alle Informationen enthalten, „die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können“.³⁵ Neben den Angaben über den Anbieter³⁶ hat der Prospekt gemäss Art. 20 UEV-UEK insbesondere die Finanzierung des Angebots offenzulegen. Allerdings genügt hierzu nach der Praxis der Übernahmekommission in der Regel eine allgemeine Beschreibung der Finanzierungsart, eine vertiefte Darstellung derselben ist nur erforderlich, wenn diese ungewöhnlich oder unter den konkreten Umständen aus anderen Gründen für die Marktteilnehmer relevant ist.³⁷

Gemäss Art. 23 UEV-UEK ist der Anbieter auch zu Angaben über die Zielgesellschaft verpflichtet. Er muss seine grundsätzlichen Absichten für die Zielgesellschaft offenlegen,³⁸ und zwar so detailliert, dass die Adressaten des Angebots die Folgen eines Verbleibens in der Zielgesellschaft als Minderheitsaktionäre abschätzen können. Der Detaillierungsgrad der Angaben bestimmt sich folglich nach den Interessen der Adressaten des Angebots. Zusätzlich muss der Prospekt über Vereinbarungen zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft bzw. deren Organen und Aktionären Auskunft geben.³⁹ Eine Vereinbarung, welche die Pflicht des Anbieters zum Kauf einer bestimmten Minderheitsbeteiligung des Managements an einer Tochtergesellschaft der Zielgesellschaft begründet oder die Weiterführung von Lizenzverträgen mit dem bisherigen Hauptaktionär vorsieht, ist demzufolge offenzulegen.

Ausserdem hat der Anbieter nach Art. 23 Abs. 2 UEV-UEK „im Angebotsprospekt zu bestätigen, dass er weder direkt noch indirekt von der Zielgesellschaft nicht öffentliche Informationen über die Zielgesellschaft erhalten hat, die die Entscheidung der Empfänger massgeblich beeinflussen könnten.“ Mit dieser Bestimmung soll sichergestellt werden, dass den Adressaten des Angebotes keine Informationen vorenthalten werden, die entscheidungsrelevant sind. Informationsvorsprünge des Anbieters sind an der Tagesordnung, wenn der Anbieter und die Zielgesellschaft vor Veröffentlichung des Angebots Verhandlungen geführt haben, insbesondere wenn der Anbieter die Gelegenheit hatte, eine „due diligence“ Prüfung durchzuführen. Gelangt der Anbieter dadurch in den Besitz von nicht öffentlichen, entscheidungsrelevanten Informationen, muss er diese entwe-

³² Vgl. Art. 18 BEHG und 25 f. UEV-UEK.

³³ Art. 17 Abs. 3 UEV-UEK.

³⁴ Art. 23 Abs. 3 BEHG und 17 Abs. 2 UEV-UEK.

³⁵ Art. 17 Abs. 1 UEV-UEK.

³⁶ Art. 19 UEV-UEK.

³⁷ Als Beispiel sei hier die Finanzierung eines gemischten Kauf- / Tauschangebotes erwähnt.

³⁸ Art. 23 Abs. 1 lit. a UEV-UEK.

³⁹ Art. 23 Abs. 1 lit. b UEV-UEK.

der in seinem Angebotsprospekt offenlegen oder mit der Unterbreitung des Angebotes zuwarten, bis die betreffenden Informationen öffentlich bekannt werden. Mit einem Negativattest im Angebotsprospekt kann er sich lediglich begnügen, wenn er nicht über Informationen verfügt, deren Kenntnis die Aktionäre der Zielgesellschaft zu einer anderen Entscheidung führen könnte.

B. Handeln in gemeinsamer Absprache

Im Bereich der öffentlichen Angebote – wie auch im Bereich der Offenlegung von Beteiligungen gemäss Art. 20 BEHG – unterstehen nicht nur die handelnde Person selbst, sondern auch die mit ihr verbundenen Personen den Transparenz- und Verhaltensregeln des Börsengesetzes.⁴⁰ So sind beispielsweise bei der Angabe der Anzahl der vom Anbieter in den zwölf Monaten vor Veröffentlichung des Angebotes erworbenen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft im Angebotsprospekt die Käufe der mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen ebenfalls zu berücksichtigen.⁴¹

In gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln beispielsweise Gesellschaften, die mit diesem in einem Konzernverhältnis stehen oder die Gründer einer Gesellschaft, die zum Zweck der Unterbreitung eines Angebots gegründet worden ist.⁴²

Erfolgt das Angebot mit dem Einverständnis der Zielgesellschaft, handelt auch die Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter und unterliegt damit den entsprechenden zusätzlichen Pflichten, insbesondere der Offenlegungspflicht bezüglich Transaktionen in eigenen Beteiligungspapieren.⁴³ Nach der Praxis der Übernahmekommission ist diese jedoch nicht rückwirkend, sondern erst ab dem Zeitpunkt anzuwenden, ab dem sich Anbieter und Zielgesellschaft zum gemeinsamen Vorgehen entschlossen haben.

C. Preis

1. Grundsatz

Grundsätzlich ist der Anbieter in der Preisbestimmung frei. Der Preis unterliegt also keiner Kontrolle durch die Übernahmekommission.⁴⁴

Bezieht sich das Angebot jedoch auf über 33 1/3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft und enthalten deren Statuten weder eine opting up- noch eine opting out-Klausel, sind die Bestimmungen über die Preisfestsetzung bei Pflichtangeboten von Anfang an zu beachten.⁴⁵ Insbesondere darf der für die Beteiligungspapiere gebotene Preis in diesem Fall nicht unter ihrem durchschnitt-

⁴⁰ Art. 24 Abs. 3 BEHG, Art. 12 UEV-UEK.

⁴¹ Art. 12 Abs. 3 i.V.m. Art. 19 Abs. 1 lit. g UEV-UEK. Demgegenüber sind die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnden Personen – anderslautende Ankündigungen im Angebot vorbehalten – nicht verpflichtet, den Angebotspreis zu bezahlen (Art. 12 Abs. 2 UEV-UEK).

⁴² Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK i.V.m. Art. 15 Abs. 2 lit. c BEHV-EBK; Empfehlung der UEK i.S. IMG/SIG vom 05. Mai 1999, Ziff. 3.

⁴³ Art. 12 i.V. Art. 19 Abs. 1 lit. f und g UEV-UEK.

⁴⁴ Art. 10 Abs. 4 UEV-UEK.

⁴⁵ Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK i.V.m. Art. 32 Abs. 4 BEHG und Art. 37 ff. BEHV-EBK.

lichen Eröffnungskurs der letzten dreissig Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots liegen.⁴⁶

2. Preisanpassungen

Nach der Praxis der Übernahmekommission ist es nicht zulässig, im Angebotsprospekt – beispielsweise im Hinblick auf eine bevorstehende „due diligence“ Prüfung – einen Vorbehalt zugunsten einer Preisanpassung anzubringen.⁴⁷ Zu diesem Zweck steht das Instrument der Voranmeldung zur Verfügung.⁴⁸ Demgegenüber steht es dem Anbieter frei, den Angebotspreis nachträglich mit Wirkung für alle Adressaten des Angebots zu erhöhen.⁴⁹

3. Fairness Opinion

Mit der Regelung der öffentlichen Kaufangebote im Börsengesetz soll unter anderem sichergestellt werden, dass den Aktionären der Zielgesellschaft alle zur Beurteilung der Angebotskonditionen notwendigen Informationen zur Verfügung stehen, so dass sie einen fundierten Entscheid fällen können.⁵⁰ Fairness Opinions sind in diesem Zusammenhang von sekundärer Bedeutung. Der Markt soll das Angebot unmittelbar aufgrund der dazu notwendigen Informationen und nicht mittelbar aufgrund der Analyse einer Investmentbank oder einer Revisionsgesellschaft beurteilen können. Die Fairness Opinion kann deshalb die umfassende Information des Marktes nicht ersetzen. Wird dennoch eine Fairness Opinion veröffentlicht, muss diese die Grundlagen enthalten, aufgrund derer die urteilende Revisionsgesellschaft bzw. Investmentbank zum Schluss gekommen ist, die Transaktion sei fair. Auf die besondere Funktion der Fairness Opinion im Zusammenhang mit dem Bericht des Verwaltungsrates wird noch zurückzukommen sein.⁵¹

4. Gleichbehandlung

Nach dem Wortlaut von Art. 24 Abs. 2 BEHG ist der Anbieter lediglich dazu verpflichtet, Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich zu behandeln. Die Verordnung der Übernahmekommission ergänzt diese Bestimmung, indem sie den Gleichbehandlungsgrundsatz auf die Gesamtheit der betroffenen Titel ausdehnt und in Bezug auf den Preis statuiert, „*dass ein angemessenes Verhältnis zwischen den Preisen der verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren gewahrt*“ werden muss.⁵² Diese weite Auslegung des Gleichbehandlungsgrundsatzes stützt sich auf den Zweck des Börsengesetzes.⁵³

Die Prüfstelle hat eine ausdrückliche Bestätigung über die Einhaltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes und die Angemessenheit des Preisverhältnisses abzugeben.⁵⁴ Die Berechnung der

⁴⁶ Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK.

⁴⁷ Das Gleichbehandlungsprinzip verlangt jedoch, dass der Bieter, wenn er während der Angebotsfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem höheren als im Angebotsprospekt festgesetzten Preis erwirbt, diesen höheren Preis allen Adressaten anbieten muss. Vgl. Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK (sog. „best price rule“) und unten 4.

⁴⁸ Vgl. Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK.

⁴⁹ Vgl. Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK.

⁵⁰ Vgl. Art. 1 BEHG und Art. 17 Abs. 1 UEV-UEK.

⁵¹ Vgl. dazu hinten III.D.

⁵² Art. 10 Abs. 1 und 4 UEV-UEK; vgl. auch Art. 32 Abs. 5 BEHG.

⁵³ Art. 1 BEHG. Vgl. Erläuterungen der UEK zum Entwurf der Verordnung über öffentliche Kaufangebote, Rz. 22.

⁵⁴ Art. 22 Abs. 2 und 26 Abs. 1 lit. b UEK-UEV.

relativen Werte der betreffenden Beteiligungspapiere erfolgt in der Regel auf der Grundlage ihres durchschnittlichen Börsenkurses. Bei der Bestimmung des Zeitfensters, innerhalb dessen die Börsenkurse berücksichtigt werden, verfügt der Anbieter nach der Praxis der Übernahmekommission über einen gewissen Ermessensspielraum.⁵⁵ Eine bloss formelle Gleichbehandlung auf der Basis der Nennwerte allerdings, wie sie unter dem Übernahmekodex noch ohne weiteres zulässig war, scheint heute nicht mehr sachgerecht.⁵⁶ Ausserdem verlangt das Prinzip der Gleichbehandlung, dass die Gegenleistung für die verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren grundsätzlich für alle Kategorien in gleicher Form erfolgt.

Auch die „best price rule“ des Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK beruht auf dem Gleichbehandlungsprinzip. Diese Bestimmung verpflichtet den Anbieter, der nach Veröffentlichung des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwirbt, dazu, allen Angebotsempfängern diesen höheren Preis anzubieten. Nach der Praxis der Übernahmekommission ist der Anbieter bereits vom Zeitpunkt der Voranmeldung an zu deren Beachtung verpflichtet. Zwar ist dies in Art. 9 Abs. 3 UEV-UEK nicht ausdrücklich vorgesehen, eine strenge Befolgung des Verordnungswortlautes aber würde in diesem Fall zu unbefriedigenden Ergebnissen führen.⁵⁷ Zudem ist es – ebenfalls nach der Praxis der Übernahmekommission – dem Anbieter noch während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist verwehrt, für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft einen höheren Preis als den im Angebot vorgesehenen zu bezahlen.⁵⁸

D. Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

Damit dem Markt alle entscheiderelevanten Informationen zur Verfügung stehen, hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHG in einem Bericht zum Angebot Stellung zu nehmen und diesen den Beteiligungsinhabern vorzulegen. Der Bericht muss insbesondere die Geschäftsentwicklung seit dem letzten Bilanz- oder Zwischenabschlussstichtag darlegen. Dies ist vor allem bei Angeboten von Bedeutung, die nach dem Stichtag eines Abschlusses oder Zwischenabschlusses, aber vor der Publikation des entsprechenden Ergebnisses unterbreitet werden. Nach der Praxis der Übernahmekommission ist der Verwaltungsrat in einem solchen Fall verpflichtet, die bisherige Berichterstattung durch die Angabe der massgebenden Kennzahlen im Bericht zu ergänzen.⁵⁹

Im Bericht sind auch allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern der obersten Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates offenzulegen.⁶⁰ Anzugeben ist, ob und zu welchen Bedingungen ihre Mandate nach erfolgreicher Durchführung des Angebots weitergeführt werden bzw. welche Abgangsschädigung sie bei Beendigung ihrer Mandate erhalten.⁶¹ Mit dem Hinweis auf die finanziellen Konsequenzen eines Angebots für die Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung soll gewährleistet werden, dass deren Zustimmung zum Angebot nicht er-

⁵⁵ Vgl. Empfehlung der UEK vom 27. Mai 1999 i.S. Heineken/Calanda Bräu, Ziff. 3.

⁵⁶ A.M. Tschäni Robert/Oertle Matthias, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 24 N. 14

⁵⁷ Vgl. Empfehlung der UEK i.S. IMG/SIG vom 05. Mai 1999, Ziff. 2.1.

⁵⁸ Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Deutsche Post/Danzas vom 15. Januar 1999, Ziff. 1.2., bestätigt in der Empfehlung i.S. IMG/SIG vom 05. Mai 1999, Ziff. 2.2.

⁵⁹ Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Deutsche Post/Danzas vom 15. Januar 1999, Ziff. 4.3.

⁶⁰ Art. 31 UEV-UEK.

⁶¹ Empfehlungen der UEK i.S. Heineken/Calanda Bräu vom 27. Mai 1999, Ziff. 7.1; i.S. Kuoni Holdings/Kuoni Reisen vom 20. April 1999, Ziff. 7, i.S. Synthes-Stratec/Stratec Holding vom 26. März 1999, Ziff. 7.

kauft worden ist. Bestehen keine derartigen Vereinbarungen, so ist im Bericht ein Negativattest abzugeben.⁶²

Wenn Interessenkonflikte bestehen, hat der Verwaltungsrat laut Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK anzugeben, welche Massnahmen er getroffen hat, um die Objektivität seiner Entscheidungen sicherzustellen. In diesem Zusammenhang kommt der Fairness Opinion besondere Bedeutung zu. Die Beurteilung eines Angebots durch eine unabhängige, von den Geschehnissen nicht direkt betroffene Instanz ist ein geeignetes Instrument zur Gewährleistung objektiver Beschlussfassung. Legt der Verwaltungsrat der Begründung seiner Stellungnahme zum Angebot eine Fairness Opinion zugrunde, ist diese nach der Praxis der Übernahmekommission als Bestandteil des Berichts mit diesem zu publizieren.⁶³

E. Bedingungen

Bedingte Angebote sind nach Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK zulässig, wenn es sich um aufschiebende Bedingungen handelt, deren Eintritt vom Anbieter selbst nicht massgeblich beeinflusst werden kann.⁶⁴ Unzulässig sind insbesondere reine Potestativbedingungen. Zudem muss bis zum Ablauf der Angebotsfrist Gewissheit über den Eintritt bzw. Nicht-Eintritt der Bedingungen bestehen.⁶⁵

An auflösende Bedingungen, die auch nach Ablauf der Angebotsfrist noch eintreten können, kann ein Angebot nur mit dem Einverständnis der Übernahmekommission geknüpft werden.⁶⁶ Diese wird unter der Voraussetzung erteilt, dass die Vorteile der Resolutivbedingung für den Anbieter deren Nachteile für die Angebotsempfänger überwiegen.⁶⁷ Dies ist beispielsweise der Fall, wenn Fusionskontrollbehörden ein umfassendes formelles Prüfungsverfahren durchführen, und ihr Entscheid über die Zulässigkeit der Übernahme somit unter Umständen erst nach mehreren Monaten vorliegt.⁶⁸

F. Teilangebote

Teilangebote erstrecken sich nur auf einen prozentualen Anteil der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft. Sie sind nach wie vor zulässig, kommen aber praktisch nur bei Gesellschaften in Betracht, die eine opting out-Klausel in ihre Statuten aufgenommen haben. Erreicht der Anbieter mit einem Teilangebot den die Angebotspflicht auslösenden Stimmrechtsanteil, hat er die Bestimmungen über das Pflichtangebot von vornherein zu beachten.⁶⁹

⁶² Empfehlung der UEK i.S. Synthes-Stratec/Stratec Holding vom 26. März 1999, Ziff. 7.

⁶³ Art. 32 Abs. 4 UEV-UEK; Empfehlung der UEK i.S. Deutsche Post/Danzas vom 15. Januar 1999, Ziff. 4.4.

⁶⁴ Diese Voraussetzung ist auch erfüllt, wenn der Anbieter zwar Einfluss auf den Eintritt einer aufschiebenden Bedingung ausüben kann – beispielsweise bei der Stimmabgabe in der Generalversammlung –, sich aber verpflichtet, diesen zugunsten des Angebots auszuüben.

⁶⁵ Art. 13 Abs. 2 UEV-UEK.

⁶⁶ Art. 13 Abs. 4 UEV-UEK. Grundsätzlich sind also Resolutivbedingungen nicht zulässig. Diese Regelung bezweckt, den Angebotsempfängern während der Dauer der Nachfrist (Art. 14 Abs. 5 UEV-UEK) eine Entscheidung auf vollständig informierter Basis zu ermöglichen.

⁶⁷ Vgl. Empfehlung der UEK vom 12. Juni 1998 im Falle Zürich Allied/Zürich Versicherungs-Gesellschaft, Ziff. III. und V.

⁶⁸ Empfehlungen der UEK: Annahmquote: Heineken/Calanda Bräu (27. Mai 1999), Ziff. 6; New ABB/ABB AG (26. März 1999), Ziff. 3. Fusionskontrolle: Kuoni Holdings/Kuoni Reisen (20. April 1999), Ziff. 4.

⁶⁹ Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK.

G. Tauschangebote

Da für grenzüberschreitende Fusionen eine rechtliche Ordnung fehlt, werden internationale Unternehmenszusammenschlüsse vermehrt über Tauschangebote abgewickelt.⁷⁰

Soweit die zum Tausch angebotenen Titel kotiert sind und in einem liquiden Markt gehandelt werden, kann für die Berechnung ihres Wertes unmittelbar auf den Börsenkurs abgestellt werden. In allen anderen Fällen sind die als Gegenleistung angebotenen Titel von einer Prüfstelle zu bewerten.⁷¹ Kotierten Titeln gleichzusetzen sind nach der Praxis der Übernahmekommission auch die Titel einer neu gegründeten Gesellschaft, die den Aktionären mehrerer kotierter Gesellschaften ein Übernahmeangebot unterbreitet. Eine zusätzliche Bewertung der Titel erübrigt sich, da deren zukünftiger Marktwert anhand des Börsenpreises der zu übernehmenden Titel und des jeweiligen Austauschverhältnisses berechnet werden kann.⁷²

Bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen mittels Tauschangebot stellt sich die Frage, ob dem ausländischen Anbieter generell eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt werden kann.⁷³ Dies zu bejahen hätte aber gleichzeitig zur Folge, dass die Minderheitsaktionäre ihres Rechts verlustig gingen, aus der Gesellschaft auszusteigen, wenn ihnen das unternehmerische Konzept des neuen Hauptaktionärs nicht zusagt. Zudem sieht das Gesetz ein klares Verfahren zur Aufhebung dieses Rechts vor: erforderlich ist ein Entscheid der Generalversammlung über die Aufnahme einer opting out-Klausel in ihre Statuten.⁷⁴ Die Übernahmekommission wird deshalb ihr eigenes Urteil grundsätzlich nicht an die Stelle desjenigen der Aktionäre stellen.

IV. Kontrollerwerb durch private Kontrolltransaktion

A. Preisuntergrenze

Die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots zu einem bestimmten Mindestpreis entsteht, wenn ein Aktionär die Beteiligungsschwelle von 33 1/3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft überschreitet, unabhängig davon, wie er diese Beteiligung erworben hat. Praktisch relevant sind die Bestimmungen über die Preisuntergrenze⁷⁵ indessen vor allem, wenn der Kontrollerwerb durch private Kontrolltransaktionen erfolgt, da in diesem Fall der neue kontrollierende Aktionär zur Unterbreitung eines Angebots innerhalb von zwei Monaten nach Überschreiten des Grenzwertes⁷⁶ verpflichtet wird. Bei einem Kontrollerwerb durch freiwilliges öffentliches Angebot hat der

⁷⁰ Beispiele: (gescheiterter) Zusammenschluss zwischen Kuoni Holdings Plc. und Kuoni Reisen Holding AG, zwischen der Alusuisse Lonza Group AG und der Viag AG, Zusammenschluss zwischen der Alusuisse Lonza Group AG, der Alcan Aluminium Ltd. und Pechiney.

⁷¹ Art. 24 Abs. 5 UEK-UEV, Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK. Von der Crone Hans Caspar, Angebotspflicht, in: SWZ Sondernummer 1997, S. 58 f.

⁷² Empfehlung der UEK i.S. Kuoni Holdings/Kuoni Reisen vom 20. April 1999, Ziff. 5.

⁷³ Art. 34 Abs. 1 i.V.m. Art. 35 Abs. 1 BEHV-EBK.

⁷⁴ Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG.

⁷⁵ Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 37 ff. BEHV-EBK.

⁷⁶ Art. 36 BEHV-EBK.

Anbieter lediglich den Bestimmungen über die Pflichtangebote entsprechende Preisanpassungen vorzunehmen, zur Angebotsunterbreitung ist er jedoch nicht verpflichtet.⁷⁷

B. Opting up und opting out

1. Begriffe

Jede Gesellschaft hat die Möglichkeit, in ihren Statuten die Angebotspflicht wegzubedingen (opting out)⁷⁸ bzw. den Grenzwert, bei dessen Überschreiten die Angebotspflicht entsteht, bis auf 49% der Stimmrechte anzuheben (opting up).⁷⁹

2. Beschränktes opting out?

Das Gesetz sieht in Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG nur die Möglichkeit des vollumfänglichen Ausschlusses der Angebotspflicht ausdrücklich vor. Die Frage, ob – entsprechend dem Grundsatz a majore minus – auch ein partielles opting out möglich ist, wird weder vom Gesetz noch von der Praxis der Übernahmekommission beantwortet. Ist es beispielsweise zulässig, die Angebotspflicht nur für eine bestimmte Person oder im Hinblick auf eine bevorstehende Transaktion nur für einen bestimmten Zeitraum wegzubedingen?

Art. 5 Abs. 3 BEHG verpflichtet die Börsen dazu, opting out- bzw. opting up-Gesellschaften zu bezeichnen. Daraus ergibt sich der Wille des Gesetzgebers, im Bereich der Angebotspflicht die Transparenz sicherzustellen und klare Verhältnisse in Bezug auf Bestand oder Nichtbestand der Angebotspflicht zu schaffen. Bedingte opting out-Klauseln, deren aktueller Gehalt sich nicht aus der Klausel selbst, sondern nur zusammen mit weiteren, nicht direkt aus den Statuten ersichtlichen Informationen feststellen lässt, sind aus dieser Sicht kritisch zu beurteilen. Befristete opting out-Klauseln hingegen dürften diesem Kriterium in der Regel genügen, da ohne weiteres ersichtlich ist, ob zu einem bestimmten Zeitpunkt eine Angebotspflicht besteht oder nicht.⁸⁰

Auch wenn man die Zulässigkeit eines bedingten opting out verneint, dürfte eine solche Bestimmung kaum nichtig sein.⁸¹ Nach unbenutztem Ablauf der Anfechtungsfrist wird die Bestimmung deshalb rechtsgültig und damit – auch für die Übernahmekommission – verbindlich.

3. Verfahren

Bei Gesellschaften, die bereits zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des BEHG kotiert gewesen sind, ist das Anfechtungsrecht gemäss Art. 53 BEHG bis zum Ablauf der Übergangsfrist am 31. De-

⁷⁷ Vgl. Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK. Vgl. von der Crone Hans Caspar, Angebotspflicht, in: SZW Sondernummer 1997, S. 55.

⁷⁸ Art. 32 Abs. 1 BEHG.

⁷⁹ Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG.

⁸⁰ Vgl. von der Crone Hans Caspar, Angebotspflicht, in: SZW Sondernummer 1997, S. 53; a.M. Hofstetter Karl, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 32 BEHG N. 22. Als Beispiel einer Statutenbestimmung mit befristetem opting out vgl. § 25 der Statuten der Alusuisse Lonza Group AG (SHAB Nr. 186 vom 24.09.99, S. 6587).

⁸¹ Vgl. von der Crone Hans Caspar, Angebotspflicht, in: SZW Sondernummer 1997, S. 54 Anm. 57. A.M. Hofstetter Karl, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 32 BEHG N. 22.

zember 1999 auf die Rüge der Verletzung von Gesetzes- oder Statutenbestimmungen beschränkt.⁸² Erforderlich ist also einzig die formell korrekte Durchführung der Statutenänderung. Nach diesem Zeitpunkt werden Beschlüsse der Generalversammlung über die Einführung einer opting out-Klausel auch materiell auf Sachlichkeit und Proportionalität geprüft.⁸³ Diese Vervollständigung des Rechtsschutzes ist vor allem im Hinblick auf die Möglichkeit wichtig, das opting out zur Befreiung von der Angebotspflicht durch Entscheid der Generalversammlung im Einzelfall einzusetzen.

V. Kontrollerwerb durch Abschluss eines ABV

Der Abschluss eines Aktionärbindungsvertrags unter Aktionären stellt einen Sachverhalt des Erwerbs der Gesamtbeteiligung in gemeinsamer Absprache dar.⁸⁴ Einerseits schränkt sich dadurch jeder Aktionär in der Freiheit der Ausübung der Rechte aus seinen Aktien ein, andererseits erwirbt er Rechte mit Blick auf die Aktien der anderen, durch den Aktionärbindungsvertrag mit ihm verbundenen Aktionäre. Der Abschluss eines Aktionärbindungsvertrags (joint venture agreement) kann dementsprechend dieselbe Konsequenz nach sich ziehen wie der Kontrollerwerb durch private Kontrolltransaktionen⁸⁵, nämlich die Entstehung der Angebotspflicht.

VI. Unternehmensverkauf durch Auktion

Entschliesst sich der Hauptaktionär einer Gesellschaft dazu, seine Beteiligung im Auktionsverfahren zu veräussern, lässt sich angesichts der grossen Zahl involvierter Personen die Geheimhaltung nur schwer sicherstellen. Gelingt dies nicht, kann der Kurs der Beteiligungspapiere – mit entsprechenden Auswirkungen auf ein allfälliges Pflichtangebot – ansteigen. Mit einer Voranmeldung des Angebots durch die Kaufinteressenten analog Art. 7 ff. UEV-UEK könnte das Preisniveau im Hinblick auf das Pflichtangebot zwar fixiert werden, praktisch erweist sich ein solches Vorgehen aber als zu kompliziert. Zweckmässiger ist es, die Voranmeldungen der Kaufinteressenten durch eine einzige Voranmeldung des Verkäufers zu ersetzen, in welcher sowohl das Auktionsverfahren als auch die Relation zwischen dem Auktionsergebnis und dem Preis des anschliessenden Pflichtangebots festgelegt werden. Die Übernahmekommission hat die Empfehlung dieses Vorgehens bereits in einem konkreten Fall in Betracht gezogen, die Frage wurde aber im Verlaufe des Verfahrens gegenstandslos.

⁸² Art. 706 Abs. 2 Ziff. 1 OR. Nach dieser Bestimmung ist ein Generalversammlungsbeschluss über die Einführung eines opting out beispielsweise anfechtbar, wenn die Traktandierungspflicht verletzt wurde.

⁸³ Art. 706 OR. Vgl. dazu von der Crone Hans Caspar, Angebotspflicht, in: SZW Sondernummer 1997, S. 50 ff.

⁸⁴ Art. 27 i.V.m. Art. 15 Abs. 1 und 2 BEHV-EBK.

⁸⁵ Vgl. oben Kap. IV.

VII. Unfreundliche Übernahmen

A. Börsengesetzlicher Ausschluss von Abwehrmassnahmen

Das Börsengesetz verbietet dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in Art. 29 Abs. 2 während der Dauer des Angebotes den Beschluss von Rechtsgeschäften, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft wesentlich verändert würde. Damit soll verhindert werden, dass der Verwaltungsrat – beispielsweise durch Verkauf wichtiger Betriebsteile – den Ausgang des Übernahmeversuches präjudiziert und damit sein Eigeninteresse an der Verhinderung der Übernahme über das Interesse der Aktionäre stellt, selbst über das Zustandekommen oder Scheitern des Angebots zu entscheiden. Die Verordnung enthält in Art. Art. 35 Abs. 2 UEV-UEK eine nicht abschliessende Auflistung gesetzeswidriger Abwehrmassnahmen, in welcher insbesondere diejenigen Rechtsgeschäfte als wesentlich qualifiziert werden, welche die Zielgesellschaft in der Höhe von mehr als 10% ihrer Bilanzsumme verpflichten.⁸⁶

Von der Generalversammlung beschlossene bzw. genehmigte Abwehrmassnahmen bleiben demgegenüber zulässig.⁸⁷ Umstritten ist jedoch, ob die Generalversammlung auch vor der Veröffentlichung eines konkreten Angebots über Abwehrmassnahmen Beschluss fassen kann, deren Implementierung nach aktienrechtlicher Kompetenzordnung in die Zuständigkeit des Verwaltungsrates fallen würde. Dies ist meines Erachtens zu verneinen. Der Vorbehalt zugunsten der Genehmigung eines konkreten Angebots durch die Generalversammlung kann funktional gerechtfertigt werden, denn er steht mit dem Grundgedanken von Art. 29 BEHG in Einklang: der Entscheid über Zustandekommen oder Scheitern des Angebots soll bei den Aktionären und nicht beim Verwaltungsrat der Zielgesellschaft liegen. Generalversammlungsbeschlüsse „auf Vorrat“, also ohne Bezug zu einem konkreten Angebot, hingegen entziehen der Generalversammlung die Möglichkeit, ein später unterbreitetes Angebot zu beurteilen und delegieren den Entscheid über dessen Zustandekommen zurück zum Verwaltungsrat.

B. Aktienrechtliche Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen

Ob Abwehrmassnahmen, die nicht gegen Gesetz oder Verordnung verstossen, zulässig sind, ist aufgrund der allgemeinen Bestimmungen des Aktienrechts zu entscheiden.⁸⁸ Für die Übernahmekommission sind solche Massnahmen dann relevant, wenn sie offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen.⁸⁹ Ist dies nicht der Fall, ist dagegen mit den allgemeinen Behelfen des Aktienrechts vorzugehen. Immerhin wird die Übernahmekommission in solchen Fällen den Aspekt des Rechtsschutzes ebenfalls in Erwägung ziehen. Falls wirksame Rechtsschutzbehelfe wie z.B. die Anfechtungsklage nach Art. 706 f. OR zur Verfügung stehen, ist die Bestimmung einschränken-

⁸⁶ Art. 35 Abs. 2 lit. a UEV-UEK. Eine Übersicht über Abwehrmassnahmen findet sich bei Küng Manfred/Huber Felix M./Kuster Matthias, Kommentar zum Börsengesetz Band I, Zürich 1998, Tafel 5, S. 767.

⁸⁷ Art. 29 Abs. 2 Satz 2 BEHG. Vgl. hierzu Tschäni Robert/Oertle Matthias, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 29 BEHG N. 19.

⁸⁸ Ein Beispiel für eine nach Börsengesetz grundsätzlich zulässige Abwehrmassnahme ist die ausnahmsweise Eintragung eines „White Knight“ ins Aktienbuch, obwohl seine Beteiligung die statutarisch vorgesehene Begrenzung der Namenaktien überschreitet (Art. 685d Abs. 1 OR).

⁸⁹ Art. 36 UEV-UEK. Vgl. hierzu Tschäni Robert/Oertle Matthias, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Hrsg. Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 29 BEHG N. 15.

der auszulegen als in Sachverhalten, in denen der Aktionär ausschliesslich auf eine Verantwortlichkeitsklage angewiesen ist.⁹⁰

VIII. Fusionen

Fusionen sind nicht dem Börsengesetz, sondern ausschliesslich dem Aktienrecht unterstellt.

IX. Verfahren vor der Übernahmekommission

Jedes Angebot wird durch einen Ausschuss, der in der Regel aus drei Mitgliedern der Übernahmekommission besteht, geprüft,⁹¹ wobei grundsätzlich der Präsident der Übernahmekommission mit der Leitung der einzelnen Ausschüsse betraut ist. Der Schriftenverkehr wird vom Sekretariat der Übernahmekommission koordiniert, welches auch Auskünfte zur Praxis der Kommission erteilt. Zu Fragen, die die Übernahmekommission noch nicht entschieden hat, kann jeder Interessierte vom Präsidenten Auskunft verlangen. Gemäss Art. 57 Abs. 2 UEV-UEK ist diese jedoch weder für die Kommission noch für den Ausschuss, der anschliessend über die Frage entscheiden wird, verbindlich. Bei kritischen Fragen wird deshalb in der Regel bereits in einem frühen Stadium ein Ausschuss ernannt.

Das Verfahren vor der Übernahmekommission wird in der Regel gestützt auf schriftliche Eingaben der Parteien durchgeführt.⁹² Treten substantielle Probleme auf oder ist einer Mehrzahl der Beteiligten das rechtliche Gehör zu gewähren, können die Parteien zu einer mündlichen Verhandlung geladen werden.⁹³

Die Empfehlungen der Übernahmekommission können gemäss Art. 5 Abs. 1 und 3 UEV-UEK innert fünf Tagen an die EBK weitergezogen werden.

⁹⁰ Die ausnahmsweise vollständige Eintragung eines White Knight als Aktionär im Aktienbuch beispielsweise fällt angesichts des Rechts, die Beschlüsse der Generalversammlung wegen unbefugter Teilnahme nach Art. 691 Abs. 3 OR anzufechten und damit die Frage nach der Zulässigkeit der Eintragung dem Zivilrichter vorzulegen, in die Kategorie der weniger problematischen Fälle.

⁹¹ Art. 52 Abs. 1 UEV-UEK.

⁹² Art. 59 Abs. 1 UEV-UEK.

⁹³ Art. 60 Abs. 1 UEV-UEK.