

VII. Entwicklungen des schweizerischen Übernahmerechts – Von der Selbstregulierung zu einem praxisnahen Gesetz

Rolf Watter/Mariel Hoch Classen*

- 1 Einleitung
- 2 Übernahmekodex der Vereinigung Schweizer Börsen
 - 2.1 Entstehung
 - 2.2 Transparenz
 - 2.3 Pflichten des Anbieters
 - 2.4 Verhaltensfreiheit der Zielgesellschaft
 - 2.5 Überwachung und Verfahren
- 3 Schaffung eines Rechts öffentlicher Kaufangebote
 - 3.1 Entstehung
 - 3.2 Transparenz
 - 3.3 Pflichten des Anbieters
 - 3.4 Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft
 - 3.5 Überwachung und Verfahren
- 4 Revision des Übernahmerechts
 - 4.1 Hintergrund
 - 4.2 Transparenz
 - 4.3 Pflichten des Anbieters
 - 4.4 Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft
 - 4.5 Überwachung und Verfahren

5 Schlussbemerkungen

Literatur

* Prof. Dr. Rolf Watter, Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich, und Professor für Wirtschaftsrecht, Universität Zürich.
Dr. Mariel Hoch Classen, Rechtsanwältin bei Bär & Karrer AG, Zürich.

1 Einleitung

Das Schweizer Übernahmerecht hat sich während den vergangenen 20 Jahren als Reaktion auf praktische (und zum Teil auch nur vermeintliche) Probleme von einem zunächst weitgehend selbstregulierten Markt für Unternehmenskontrolle zu einem wettbewerbsfähigen Regulierungskomplex herangebildet. Zum heute geltenden System mit rechtlich verbindlichen Normen, deren Einhaltung durch eine Fachbehörde kontrolliert wird, kam es in drei Phasen; zunächst mit dem 1989 in Kraft getretenen Schweizerischen Übernahmekodex der Vereinigung Schweizer Börsen (Kodex), danach unter dem börsengesetzlichen Übernahmerecht, das seit 1998 gilt, und schliesslich mit der zum 01.01.2009 umgesetzten Revision der börsengesetzlichen Ordnung.¹

Die zunehmende Verbindlichkeit und Verdichtung der Regeln können als Resultat eines praxisnahen Verhoheitlichungsprozesses verstanden werden, in welchem die Marktteilnehmer und die öffentliche Meinung dem Gesetzgeber und den Behörden zur Seite standen. Während der Anbieter und die Zielgesellschaft bislang einen eher partnerschaftlichen Umgang mit der Übernahmekommission pflegen konnten, wird sich zeigen, ob die Revision von 2009 zu einem stärker hoheitlich geprägten und damit auch weniger flexiblen Verhältnis führen wird; insbesondere stellt sich aktuell die Frage, ob der bisherige schnelle Entscheidungsfindungsprozess auch in Zukunft möglich bleiben wird, wenn qualifizierte Aktionäre, die seit 2009 Parteistellung beantragen können, versuchen, das Verfahren für ihre Interessen nutzbar zu machen.

Es soll nachfolgend anhand von vier thematischen Bereichen – nämlich (i) Transparenz, (ii) Pflichten des Anbieters, (iii) Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft und (iv) Überwachung und Verfahren – aufgezeigt werden, wie sich das Schweizer Übernahmerecht in den drei Regulierungsphasen – Kodex² (Kapitel 2), Schaffung eines Übernahmerechts (Kapitel 3) und Revision des Übernahmerechts (Kapitel 4) – in den vergangenen zwei Jahrzehnten aus der Praxis heraus entwickelt hat. Anhand der Pflichten, welche die Akteure treffen, lässt sich erkennen, dass sich der Einfluss der (potentiellen) Zielgesellschaften in dieser Phase erheblich zurückgebildet hat (womit sie heutzutage viel mehr Pflichten treffen), die nationalen und internationalen Anleger (oder generell die Börse) dagegen stark an Bedeutung gewonnen haben, was sich etwa darin äußert, dass sich Übernahmen mit einer genügend grossen Prämie heute fast immer durchsetzen können – uneinnehmbare Bollwerke gibt es kaum noch, denn der Druck der Anleger hat dazu geführt, dass statutarische Schutzmauern heute viel niedriger sind als früher oder teilweise ganz geschleift wurden – und wenn der Angriff kommt, sind der Verteidigungsmannschaft in vielen Bereichen die Hände gebunden, weil die Aktionäre nicht nur über das Angebot, sondern auch über die Anwendung von Abwehrmaßnahmen entscheiden.

¹ Vgl. Binder 2010, Kap. 3.2., S. 492 ff.

² Zur Zeit vor dem Übernahmekodex vgl. Binder 2010, Kap. 3.2.1., S. 492 f.

2 Übernahmekodex der Vereinigung der Schweizer Börsen

2.1 Entstehung

Der Kodex ist am 01.09.1989 in Kraft getreten, nachdem im Jahr 1988 die ersten feindlichen Übernahmeangebote den schweizerischen Kapitalmarkt aufhorchen liessen.³ Aber auch die anderen Taktiken, die eingesetzt wurden, führten zur Erkenntnis, dass Regellungsbedarf bestand, so bei Kontrollwechseln durch Pakettransaktionen⁴ oder Übernahmen börsennotierter Gesellschaften durch stille Aufkäufe über die Börse bis die angestrebte kontrollierende Mehrheit erreicht war; wie etwa beim Erwerb der C.F. Bally AG durch Werner K. Rey Mitte der 1970er Jahre, bei der versuchten Übernahme der *Usego-Trimerco Holding AG* durch *Karl Schupri* oder beim systematischen Kauf von Aktien der *Sulzer AG* durch *Tito Tettamanti* in den 1980er Jahren.⁵

Die sich damals im Gang befindliche Revision des Aktienrechts hatte die Regelung öffentlicher Kaufangebote nicht zum Gegenstand. Daher setzte die Vereinigung der Schweizer Börsen, ein privatrechtlicher Verein, eine Arbeitsgruppe ein, um den sich stellenden Problemen bei öffentlichen Übernahmen börsennotierter Gesellschaften selbstregulierend zu begegnen. Der Übernahmekodex wurde verabschiedet, nachdem die Wirtschaftszweige und weitere interessierte Kreise angehört worden waren.⁶ Als Vorbild im Grundsatz (wenn auch nicht für einzelne Regeln) diente dem Kodex der damals ebenfalls auf Selbstregulierung basierende britische *City Code on Takeovers and Mergers* sowie der Vorschlag zur EU-Übernahmerrichtlinie,⁷ die allerdings erst 2004 in mehrfach überarbeiteter und verwässelter Form in Kraft trat.⁸

Der Kodex stellte folglich das erste einheitliche Regelwerk für öffentliche Übernahmeangebote der Schweiz dar. Er basierte auf der Idee eines flexiblen Konzepts und war – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – mit seinen elf Ziffern kurz gefasst.⁹ Als Instrument der Selbstregulierung fehlte ihm formelle Gesetzeskraft. Als Überwachungsorgan wurde die Kommission für Regulierungsfragen geschaffen.

³ Übernahmeversuch der *Saurer Holding* auf *La Suisse-Versicherungsgesellschaft*, wobei Saurer nicht erfolgreich war, weil der Verwaltungsrat das Ansinnen nicht unterstützte und sich auf ein ausgebautes Vinkulierungsregime stützen konnte; die Kontrolle über die Gesellschaft änderte dann aber doch, indem die als *Weisser Ritter* (*White Knight*) agierende heutige *Swiss Life* zum Zuge kam, allerdings zu einem geringeren Preis, als ihn Saurer geboten hatte. Vgl. dazu auch: Watter 1990, S. 339 ff. Auch im Fall *Publicitas* blieb es bei einem feindlichen Übernahmeversuch durch die *Jacobs Suchard Holding*.

⁴ Beispiel hier bildet etwa der Verkauf der Mehrheitsbeteiligung an der *Mövenpick-Gruppe* von Ulrich Prager an August von Finck.

⁵ Vgl. Strazzer 1993, S. 46.

⁶ Vgl. Strazzer 1993, S. 96 f.

⁷ Vorschlag für eine 13. Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote, ABl. C 64 vom 14.03.1989.

⁸ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004 betreffend Übernahmangebote.

⁹ Vgl. Strazzer 1993, S. 109; Frei 1996, S. 285 f. Das Verfahrensreglement, welches die Kommission für

Regulierungsfragen erließ, bildete einen Anhang zum Kodex. Ein Kommentar, dem allerdings kein formeller Charakter zukommt, folgte, und schliesslich wurden 1991 Erläuterungen zum Kodex erlassen,

die die Handhabung erleichtern sollten.

2.2 Transparenz

2.2.1 Prospektpflicht

Transparenz wurde schon unter dem Kodex als wesentliches steuerungsneutrales Instrument des Aktionärschutzes erkannt: Die Einführung einer Prospektpflicht für den Anbieter mit einem Minimalinhalt stellte eine zentrale Errungenschaft des Kodex dar und ermöglichte den Publikumsaktionären und den Organen der Zielgesellschaft, einen informierten Entscheid über das Angebot zu fällen. Der Anbieter musste sich zudem im Prospekt zur Einhaltung des Kodex verpflichten.¹⁰

Als weiteres Transparenzelement entschied die Regulierungskommission im Übernahmekampf um die *Hobvis AG*¹¹, dass allen interessierten Parteien die im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot abwehrrelevanten Verträge kostenfrei zugänglich zu machen seien. Diese Praxis ist aus heutiger Sicht weitgehend, wobei die damaligen Abwehrmaßnahmen (Verkauf der *Crown Jewels* und die Gewährung einer Option auf die Vorratsaktien von *Holvis*) noch weitgehender waren. Mit der Zugänglichmachung sollte die gerichtliche Überprüfung erleichtert werden.¹²

2.2.2 Fehlende Transparenz bei der Zielgesellschaft

Im Unterschied zum Anbieter erfuhr die Kommunikation des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter dem Kodex keine Regelung. Aber auch ohne entsprechende Regelung äusserten sich die meisten Zielgesellschaften zu einem auf sie gerichteten öffentlichen Kaufangebot und empfahlen dieses entweder zur Annahme oder Ablehnung.

2.2.3 Keine Offenlegung von Beteiligungen

Der Kodex enthielt keine Bestimmung, wonach das Überschreiten wesentlicher Beteiligungen an einer börsennotierten Gesellschaft gemeldet werden musste. Damit wurde namentlich der damals verbreitete Kontrollerwerb durch geheimen Beteiligungsaufbau nicht unterbunden.

2.3 Pflichten des Anbieters

2.3.1 Ausgangslage

Ein deklariertes Hauptziel des Kodex war der Schutz der Publikumsaktionäre.¹³ Deren Schutzbedürftigkeit ergab sich aus der Erkenntnis, dass die Empfänger eines öffentlichen Angebots mit dem Anbieter nicht als gleichberechtigte Partner kontrahieren konnten,

sondern dieses nur annehmen oder ablehnen konnten.¹⁴ Der verbreitete sukzessive Aufbau einer kontrollierenden Beteiligung über die Börse sowie private Paketverschiebungen waren jedoch vom Anwendungsbereich des Kodex ausgenommen. Von der Einführung eines Pflichtangebots bei Überschreiten einer bestimmten Beteiligungsschwelle war die Regulierungspraxis weit entfernt.

2.3.2 Preisvorschriften

Unter dem Kodex galt weitgehende Preisfreiheit. Der Anbieter war namentlich auch an keinen absoluten Mindestpreis gebunden. Aufgrund des statuierten Gleichbehandlungsgrundsatzes¹⁵ durfte ein Anbieter jedoch während der Dauer des Angebots weder börslich noch ausserbörslich Titel zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwerben.¹⁶ Gemäß einem Grundsatzentscheid der Regulierungskommission im Jahr 1989¹⁷ durfte der Anbieter bei Erwerbsstatbeständen, die bis zu drei Monaten vor der Unterbreitung des Angebots stattfanden, keinen über dem Angebotspreis liegenden Preis bezahlen. Beachtlich ist, dass die Regulierungskommission mit dieser Dreimonatsregel eine gewisse Vorwirkung des Kodex auf die Zeit vor Unterbreitung des öffentlichen Kaufangebots herbeiführte. Allerdings erfuhr dieser Grundsatz verschiedene Einschränkungen und galt namentlich dann nicht, wenn der Anbieter während der Dreimonatsfrist ein Mehrheitspaket von einem öffentlich bekannten Aktionär erwarb.¹⁸

Der Fall *Jacobs Suchard AG*¹⁹ war in diesem Zusammenhang richtungweisend: Innerhalb der Dreimonatsfrist vor dem öffentlichen Kaufangebot bezahlte das Unternehmen *Kraft General Foods, Inc.* (das wiederum von *Philip Morris* kontrolliert war) für den Erwerb eines 62%-Pakets eine Prämie von 120% auf dem späteren Angebotspreis. Diese Transaktion wurde für kodexkonform befunden, da das an die Transaktion anschließende Übernahmeangebot nicht im Hinblick auf den Erwerb der Kontrolle über die *Jacobs Suchard AG* erfolgte, sondern die Kontrolle bereits vor der Unterbreitung des Angebots erlangt wurde.²⁰ Öffentlich bekannt wurde das Ausmaß der bezahlten Prämie an den Hauptaktionär aufgrund der mit dem Kodex ein Jahr zuvor eingeführten Prospektpflicht, die vorsah, dass im Prospekt auch die *essentialia* von dem öffentlichen Angebot vorausgehenden *Block Trades* offengelegt werden mussten.²¹ In Leserbriefen drückte sich Unmut über die Ungleichbehandlung von Mehrheitsaktionär und Publikumsaktionären aus.²²

Bei Teilangeboten verlangte der Kodex bei einer Überzeichnung eine proportionale Berücksichtigung der angedienten Aktien, um dem Gleichbehandlungsgebot gerecht zu

seilschaftsorgane und der Sicherung einer Verhaltensweise nach Treu und Glauben für sämtliche Beteiligten.

14 Vgl. Strazzer 1993, S. 112.

15 Ziffer 3.1 des Kodex.

16 Erläuterungen zum Kodex Ziffer 3.1. A, b. Damit ist eine erste Form der *Best Price Rule* entstanden.

17 Grundsatzentscheid der Kommission vom 18.07.1989, aufgrund dessen eine entsprechende Erläuterung zu Ziffer 3.1 des Kodex eingeführt wurde.

18 Erläuterungen zum Kodex Ziffer 3.1. A, c.

19 Entscheid der Kommission vom 05. 07.1990.

20 Die Kontrolle bzw. die 50%-Grenze wurde nicht durch ein vorgängiges Übernahmeangebot überschritten, weshalb das Auskaufangebot gemäß Ziffer 3.8 des Kodex nicht zur Anwendung kam. Meier-Schatz 1991, S. 60.

21 Vgl. NZZ vom 11.07.1990, S. 33.

22 Vgl. NZZ vom 20.07.1990, S. 61.

10 Ziffer 4 des Kodex.

11 Entscheidung der Kommission für Regulierungsfragen in Sachen Öffentliches Kaufangebot der *BBA Group PLC* an die *Hobvis AG* vom 07.06.1995.

12 Vgl. nachfolgend Abschnitt 1.4.

13 Neben der Sicherstellung einer gewissen Transparenz und Entscheidungsgrundlage (auch) für die Ge-

werden. Im Zusammenhang mit der Regelung des Teilangebots finden sich zudem erste Elemente einer Angebotspflicht: »Verfügt der Anbieter bei *zustande gekommenem Angebot zusammen mit seiner allfälligen bisherigen Beteiligung über 50% der Stimmrechte, so muss er alle Verkaufswilligen vollumfänglich befriedigen.*«²³ Dies galt selbst dann, wenn sich das Teilangebot ursprünglich nur auf eine Titelkategorie bezog.²⁴ Mit dieser Bestimmung sollten sog. *Front End Loaded Offers*, bei denen der Anbieter mit einem attraktiven Teilangebot die Kontrolle erwirbt, um anschließend die verbleibenden Minderheitsaktionäre zu einem tieferen Preis abzufinden, unterbunden werden.

Da der stille börsliche Beteiligungsaufbau und der ausserbörsliche Paketwerb weiterhin nicht reguliert waren, konnte diese teilweise Angebotspflicht beim Teilangebot mühelos umgangen werden.²⁵ Der Schutz der Publikumsaktionäre im Falle eines Kontrollwerbs war folglich unter dem Kodex stark durchlöchert.

2.4 Verhaltensfreiheit der Zielgesellschaft

2.4.1 Abwehrmaßnahmen

Der Übernahmekodex widmete der Zielgesellschaft eine einzige Ziffer, die als erstes den Grundsatz festhielt, dass die Zielgesellschaft im Rahmen von Gesetz und Statuten frei sei, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen.²⁶ Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft konnte namentlich bedeutende Vermögenswerte (sog. *Crown Jewels*) veräußern oder Transaktionsvereinbarungen mit sog. *Lock-up-Klauseln* abschließen.²⁷ Immerhin war die Kommission über die Ergreifung von Abwehrmaßnahmen in Kenntnis zu setzen.

Bereits vor dem Inkrafttreten des Kodex gab es kritische Stimmen zu dieser Schieflichkeit zugunsten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft.²⁸ Beim Übernahmekampf um *Hobvis* aus dem Jahr 1995 wurden die sich stellenden Probleme manifest wie kaum zuvor. Das öffentliche Kaufangebot von *International Paper, Inc.* war die erste feindliche Übernahme seit dem Inkrafttreten des Kodex. Der Verwaltungsrat von *Hobvis* erachtete das Angebot als ungenügend und suchte daher einen Weißen Ritter (*White Knight*). Nach einem gescheiterten Versuch konnte die britische *BBA Group PLC* gewonnen werden. Deren Angebot war zwar knapp 15% höher, doch hatte der Verwaltungsrat der *Hobvis* einen Tag vor der Veröffentlichung des Kaufangebots das Kronjuwel *Fiberweb* für den Fall des Scheiterns des *BBA*-Angebots unwiderruflich an diese verkauft. Weiter hatte er *BBA* eine Option zum Erwerb der von *Hobvis* gehaltenen Vorratsaktien eingeräumt. Mit dieser Maßnahme wurde zwar ein höheres Angebot ermöglicht, gleichzeitig wurde aber ein im Interesse der Publikumsaktionäre liegender weiterer Bieterprozess verunmöglicht.²⁹

²³ Ziffer 3.8 Abs. 2 des Kodex.

²⁴ Grundsatzentscheid der Kommission vom 22.08.1989. Vgl. Notizen zum Schweizerischen Übernahmekodex 1990, S. 210.

²⁵ Vgl. Strazzer 1993, S. 144 f.

²⁶ Vgl. Ziffer 6.1 des Kodex.

²⁷ Unter *Lock-up*-Vereinbarungen werden Absprachen zwischen der Zielgesellschaft und einem Anbieter verstanden, welche dazu dienen, allfällige Konkurrenzangebote durch einen Dritten zu verunmöglichen, unattraktiv zu machen oder zu erschweren. Vgl. dazu: Tschäni et al. 2010, S. 83 f.; Wäterli/Dubs 1998, S. 1324 ff.

²⁸ Vgl. NZZ vom 12./13.08.1989, S. 31; Finanz und Wirtschaft vom 15.07.1989, S. 15.
²⁹ Vgl. zur Rechtmäßigkeit der im Fall *Hobvis* ergriffenen Abwehrmaßnahmen auch: Dubs 1995, S. 899 ff.; Meier-Schatz 1995, S. 190 ff.

Die Regulierungskommission befand das Angebot von *BBA* für kodexkonform. Ob die ergriffenen Abwehrmaßnahmen gegen Gesellschaftsrecht verstießen, hat sie nicht geprüft. Vorbehaltlich offensichtlicher gesellschaftsrechtlicher Verstöße erachtete sie sich einzig als kompetent, Transparenz zu schaffen, damit Aktionäre sich allenfalls an die Zivilgerichte wenden konnten.³⁰

2.4.2 Keine Pflicht zur Gleichbehandlung der Anbieter

Der Kodex statuierte zwar ein allgemeines Gleichbehandlungsgebot, die Regulierungskommission verneinte jedoch ihre Kompetenz, daraus nicht im Kodex angelegte Pflichten abzuleiten. Daher war der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch nicht verpflichtet, alle Anbieter gleich zu behandeln.

Auch dieses Regulierungsdefizit wurde im Fall *Hobvis* deutlich. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hatte *BBA* und einem weiteren potentiellen Bieter uneingeschränkten Zugang zur *Due Diligence* gewährt, diesen *International Paper* aber verwehrt. Ob der Verwaltungsrat von *Hobvis* damit gegen das Gesellschaftsinteresse verstoßen hatte, wäre somit ebenfalls durch die Zivilgerichte zu beurteilen gewesen.

2.5 Überwachung und Verfahren

Die mit der Überwachung des Kodex betraute Kommission für Regulierungsfragen setzte sich aus Vertretern der Wissenschaft und Wirtschaft zusammen, mit dem Ziel, die Unabhängigkeit und eine ausgewogene Fachkompetenz der Kommissionsentscheide zu gewährleisten und somit auch deren Akzeptanz zu stärken.³¹

Das Verfahren vor der Kommission war einfach und flexibel ausgestaltet und ausdrücklich geheim.³² Zur Prüfung jedes Angebots wurde ein Ausschuss gebildet, dessen Empfehlungen oder Entscheidungen auf Verlangen der Zielgesellschaft oder des Anbieters der gesamten Kommission zur Überprüfung vorgelegt werden konnte.³³ Ein eigentlicher Instanzenzug fehlte. In diesem System der Selbstregulierung entwickelte sich ein effizientes, praxisnahes und kooperatives Verfahren.

³⁰ *International Paper* hatte versucht, vor den Basler Zivilgerichten die Übertragung der Vorratsaktien zu blockieren, unterlag damit aber vor dem Maßnahmengericht; vgl. auch Finanz und Wirtschaft, 10.06.1995, 2. Obwohl damals schon klar war, dass die Regelung im neuen BEHG, welches aber erst später in Kraft treten würde, eine andere Lösung vorsehen würde, konnte die Kommission unter dem Kodex keine Vorwirkung annehmen. Vgl. Entscheidung der Kommission für Regulierungsfragen, 07.06.1995: Öffentliches Kaufangebot der *BBA Group PLC* an die *Hobvis AG*. Zur Offenlegung von Vorräten vorstehender Abschnitt 2.2.1.

³¹ Ziffer 9.2 des Kodex; Strazzer 1993, S. 99.

³² Ziffer 10.3 des Kodex. Ein Verfahrensreglement ergänzte den Kodex.

³³ Ein Verfahren vor der Veröffentlichung des Angebots konnte durchgeführt werden, wenn die Zielgesellschaft sich zur Vertraulichkeit verpflichtete. Falls die Zielgesellschaft nicht teilnahm, war der Entscheidung des Ausschusses provisorisch und nach Veröffentlichung des Angebots war ein neues Verfahren zu eröffnen (vgl. Verfahrensreglement, Ziffer B; Strazzer 1993, S. 101).

Die Regulierungskommission war ermächtigt, die zur Durchsetzung des Kodex geeigneten Maßnahmen zu ergreifen.³⁴ Praktisch waren ihre Sanktionsmöglichkeiten aber darauf beschränkt, Verstöße zu publizieren und so eine Prangerwirkung zu erzeugen.³⁵ Die Befolgung des Kodex wurde privatrechtlich durchgesetzt, indem den Börsenmitgliedern (also den Ringbanken) untersagt wurde, an einem nicht kodexkonformen Angebot direkt oder indirekt mitzuwirken. Der Kodex erwähnt beispielhaft die Mitwirkung als Beauftragter, Geldgeber oder Zahlstelle.³⁶ Zusätzlich zur mitgliedschaftlichen Verpflichtung der Ringbanken wurden den verbleibenden Schweizer Banken durch ein Zirkular der Bankiervereinigung empfohlen, sich ebenfalls an den Kodex zu halten.³⁷ Damit hatte ebenfalls der Schweizer Kapitalmarkt mit den Mitteln der Selbstregulierung und der Verbandszugehörigkeit die Befolgung des Kodex durch indirekten Druck weitgehend erreicht. Auch die Zielgesellschaften hätten wohl vertraglich oder über Kottierungsvorschriften zur Einhaltung des Kodex verpflichtet werden können.³⁸ Dass sich die Bankiervereinigung dazu nicht veranlasst sah, hängt mit der weitgehenden Regelungsabstimmtheit des Kodex betreffend die Zielgesellschaft zusammen.

3 Schaffung eines Rechts öffentlicher Kaufangebote

3.1 Entstehung

Die Entstehung eines schweizerischen Übernahmerechts gründete in der Erkenntnis, dass der Kodex dem Schweizer Kapitalmarkt zwar brauchbare Dienste erwiesen hatte, aufgrund seiner rechtstechnischen und inhaltlichen Defizite die Zeit für eine Ablösung auf Gesetzesstufe aber reif geworden war.³⁹ Bereits 1988 setzte der Bundesrat eine öffentliche Kaufangeboten auseinanderetzte. Ihre Tätigkeit verlief parallel zu derjenigen der Vereinigung Schweizer Börsen, die als eine Art Sofortmaßnahme zum Erlass des Kodex führte. Die Studiengruppe forderte eine gesetzliche Regelung der öffentlichen Kaufangebote mit den Zielen der Transparenz, der Gleichbehandlung der Publikumsaktionäre und der Unterbindung stiller Aufkäufe.⁴⁰

Im Juni 1990 wurde die »Expertengruppe Hirsch« eingesetzt, die einen Vorentwurf zur Schaffung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz;

34 Vgl. Ziffer 9.2 des Kodex.

35 Eine solche ist aufgrund der zum Teil sehr deutlichen Wortwahl der Kommission auch anzunehmen. Vgl. die Entscheidung über ein nicht dem Kodex entsprechendes Angebot vom 29.07.1992 (Loreto Gestion AG), Schweizerischer Übernahmekodex, Entscheidungen der Kommission für Regulierungsfragen (Januar 1992 bis Dezember 1992), in: SZW 1993, 72: »[...] Die Kommission für Regulierungsfragen der Vereinigung der Schweizer Börsen warnt die Anleger vor diesem ungewöhnlichen Angebot, an dem keine Bank mitwirkt. Es besteht keine Garantie für die Seriosität dieses Angebotes.«

36 Vgl. Ziffer 7 des Kodex.

37 Zirkular der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 19.10.1989.

38 Vgl. Strazzer 1993, S. 104.

39 Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BBl 1993, S. 1389.

40 Vgl. Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen, 21.12.1989, S. 58.

BEHG) vorlegte.⁴¹ Die Regelung öffentlicher Kaufangebote wurde in der Vernehmlassung kontrovers diskutiert, wobei die Einführung einer Angebotspflicht und die neuen Vorschriften zum Verhalten der Zielgesellschaft als zu weitgehend empfunden wurden.⁴²

Der 1993 durch den Bundesrat vorgelegte Entwurf zum Börsengesetz übernahm den Vorentwurf trotz der Kritik in der Vernehmlassung zu einem grossen Teil. Der unterschiedlichen Ausgangslage von Gesellschaften mit kontrollierender Aktionärsgruppe und eigentlichen Publikumsgesellschaften sollte Rechnung getragen werden, indem der Entscheidung über die Unterstellung unter die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote dem Emittenten überlassen werden sollte.⁴³

Auch die Regelung der öffentlichen Kaufangebote im Börsengesetz lehnte sich an den englischen *City Code* an. Als Rahmengesetz enthielt sie lediglich die wichtigsten Grundsätze, um auf Verordnungsstufe eine Konkretisierung und flexible Anpassung an internationale Entwicklungen zu ermöglichen (Erläss nicht nur von Ausführungs- sondern auch Ergänzungsbestimmungen),⁴⁴ was durch zwei Verordnungen der Eidgenössischen Bankenkommission und der zur Überwachung des Übernahmerechts primär zuständigen Übernahmekommission geschah.⁴⁵ In Kraft getreten ist das neue Übernahmerecht schliesslich am 01.01.1998.⁴⁶ Die Schweiz zählte trotz des zehnjährigen Gesetzgebungsprozesses zu den ersten kontinentaleuropäischen Staaten, die ein Recht der öffentlichen Kaufangebote erliess.

3.2 Transparenz

3.2.1 Prospektpflicht

Die börsengesetzliche Regelung der Prospektpflicht des Anbieters baut auf derjenigen des Kodex auf und war beim Erläss wenig kontrovers. Verlangt werden namentlich detailliertere Angaben über den Anbieter und Personen, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln, sowie Angaben über die Finanzierung des Angebots.⁴⁷ Weiter sind die Absichten des Anbieters bezüglich der Zielgesellschaft und Vereinbarungen mit dieser oder deren Organen darzulegen.⁴⁸

41 Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, März 1991 (sog. Entwurf der »Expertengruppe Hirsch«).

42 Vgl. Frei 1996, S. 165 m.w.H.; Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BBl 1993, S. 1380.

43 Art. 22 Abs. 1 E-BHG.

44 Meier-Schatz 1996, S. 130.

45 Die EBK erliess die Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV-EBK) und genehmigte die Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV-UEK).

46 Mit ein Grund für die zeitliche Verzögerung der Inkraftsetzung kann im Umstand gesehen werden, dass der Vorschlag zur EU-Übernahmerrichtlinie weiterhin nicht verabschiedet war. Nobel 2008, S. 1 ff.

47 Vgl. Art. 19 ff. UEV-UEK.

48 Bereits unter dem Übernahmekodex waren bestimmte Angaben bei der Publikation des Angebots zu machen. Allerdings beschränkten sich diese auf ein Minimum. Vgl. Ziffer 4 des Kodex.

3.2.2 Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

Einschneidender war die mit dem Börsengesetz dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auferlegte Pflicht, sich in einem zu veröffentlichenden Bericht detailliert zum Angebot zu äussern. Der Bericht muss alle wesentlichen Elemente der Entscheidungsfindung aufführen, eine eigentliche Empfehlung kann aber unterbleiben. Für den Angebotsempfänger soll auch Transparenz über potentielle Interessenkonflikte des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung,⁴⁹ die dem Verwaltungsrat bekannten Absichten von qualifizierten Aktionären und allenfalls geplante Abwehrmassnahmen geschaffen werden.⁵⁰ Bei Vorliegen von Interessenkonflikten muss der Bericht aufzeigen, welche Massnahmen ergriffen wurden, damit sich potentielle Interessenkonflikte nicht zum Nachteil der Angebotsempfänger auswirken.

Bei Neutralisierung potentieller Interessenkonflikte hat die Übernahmekommission in konstanter Praxis folgende Möglichkeiten zugelassen: Die betroffenen Mitglieder des Verwaltungsrates können in den Ausstand treten oder der Verwaltungsrat kann eine *Fairness Opinion* über die Angemessenheit des Angebotspreises bei einem unabhängigen Dritten⁵¹ einholen. Die Übernahmekommission hat detaillierte Kriterien für *Fairness Opinions* entwickelt und verlangt, dass die Bewertungsmethoden, die Parameter und die Herleitung derselben offengelegt werden.⁵² Die *Fairness Opinion* entbindet den Verwaltungsrat jedoch nicht von seiner Pflicht, einen Bericht zum Angebot zu erstellen.⁵³

Die große Bedeutung, die dem Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft als Entscheidungsgrundlage für die Angebotsempfänger beigemessen wird, zeigte im Jahr 2007 der Fall *Serono S.A.*: Der gesamte Verwaltungsrat von *Serono* war wenige Stunden vor der Publikation des Angebots zurückgetreten und hatte folglich im Zeitpunkt des Angebots keine Organstellung mehr inne. Die Übernahmekommission verpflichtete ihn dennoch zu einer Stellungnahme zum Angebot, da sie die Ansicht vertrat, der frisch gewählte Verwaltungsrat sei nicht in der Lage, die gesellschaftsinternen Auswirkungen des Angebots hinreichend zu beurteilen.⁵⁴

3.2.3 Offenlegung von Beteiligungen

Mit dem Börsengesetz wurde auch eine Offenlegungspflicht von Beteiligungen⁵⁵ eingeführt, die zu einer erhöhten Transparenz für Gesellschaft und Anleger führen sollte. Das

49 Die Übernahmekommission hat im Zusammenhang mit der Offenlegung und Neutralisierung von potentiellen Interessenkonflikten eine detaillierte Praxis entwickelt. Im Fall *Sata-Burgess Electronics Holding AG* (Empfehlung IV vom 15.08.2005, Erw. 1.2.2 und 1.2.4.3) hielt sie fest, dass zur Beurteilung, ob ein Interessenkonflikt vorliege, die höchstmöglichen finanziellen Konsequenzen für die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung aufzuzeigen seien, und verlangte eine diesbezügliche Ergänzung des Berichtes.

50 Art. 29 Abs. 1 BEHG und Art. 29 ff. UVEV-UEK.

51 An die Unabhängigkeit werden hier die gleichen Anforderungen gestellt wie an die Prüfungsgesellschaft (Art. 25 Abs. 1 BEHG). Der Dritte darf selber jedoch nicht Prüfstelle sein. Vgl.: BSK BEHG, Art. 29, N 8 und Empfehlung *Think Tools AG* vom 17.05.2002, Erw. 6.3; Empfehlung *Diseronic Holding AG* vom 19.03.2003, Erw. 7.2.1.

52 Empfehlung *EIC Electricity S.A.* vom 21.08.2003, Erw. 9.3. Zum Detaillierungsgrad von *Fairness Opinions* vgl. außerdem: Empfehlung *Clair Finanz Holding AG* vom 11.06.2004, Erw. 4.2.

53 Recommendation *la Société Internationale Pirelli S.A.* du 21. Avril 1998, Erw. 2.

54 Empfehlung in Sachen *Serono S.A.* vom 08.01.2007, Erw. 6.1.2.; Blaas/Barraud 2008, S. 340.

55 Art. 20 BEHG.

Über- und Unterschreiten gewisser Beteiligungsschwellen⁵⁶ ist bei der Offenlegungsstelle zu melden und wird publiziert. Dies erlaubt es, den Beteiligungsaufbau durch einen Investor zu verfolgen und die Wahrscheinlichkeit eines freiwilligen öffentlichen Kaufangebots abzuschätzen bzw. die Einhaltung der Angebotspflicht zu überwachen.⁵⁷ Die Offenlegungspflicht bedeutete das Aus des unter dem Kodex noch weit verbreiteten geheimen Aufbaus von Beteiligungen und des stillen Kontrollerwerb.⁵⁸

3.2.4 Transaktionsmeldungen

Eine weitere Meldepflicht wurde spezifisch für die Dauer des Angebots geschaffen. Der Anbieter und Personen, die mit diesem in gemeinsamer Absprache handeln, sowie Aktionäre, die eine Beteiligung von 5% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, müssen der Übernahmekommission und der Börse sämtliche Transaktionen in Titeln der Zielgesellschaft (und der im Angebot allenfalls zum Tausch angebotene Effekte) einer anderen Gesellschaft) melden. Diese Meldepflicht dient namentlich der Überwachung der Einhaltung der Preisvorschriften.

3.3 Pflichten des Anbieters

3.3.1 Angebotspflicht

Eine der innovativsten und umstrittensten Neuerungen des Börsengesetzes stellte die Schaffung einer Angebotspflicht bei Überschreitung von 33,3% der Stimmrechte der Zielgesellschaft dar. Damit wurde eine bedeutende Lücke im Minderheitenschutz geschlossen, da dem Publikumsaktionär bei einem Wechsel der Kontrolle der Ausstieg zu einem gesetzlichen Mindestpreis ermöglicht wurde.

Der Tatsache, dass sich zahlreiche börsennotierte Schweizer Gesellschaften im Familienbesitz befanden oder von wenigen Investoren beherrscht waren, wurde dadurch Rechnung getragen, dass sich jede Gesellschaft von der Angebotspflicht ausnehmen (*Opting-out*) bzw. die Schwelle zur Angebotspflicht auf 49% anheben (*Opting-up*) konnte.⁵⁹ Damit wurde eine bedeutende Konzession an die Gegner der Angebotspflicht gemacht.⁶⁰ Die Praxis hat gezeigt, dass nur wenige Gesellschaften sich für ein *Opting-out* entschieden haben.⁶¹

56 Die Schwellenwerte betragen ursprünglich 5%, 10%, 20%, 33,3%, 50% oder 66,6% der Stimmrechte. Ab dem 01.12.2007 wurde Art. 20 BEHG um die Schwellenwerte 3%, 15% und 25% der Stimmrechte ergänzt.

57 Vgl. *Botschaft* zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BBl 1993, S. 1409 f.

58 So Strazzer 1993, S. 46 f.

59 Vgl. Art. 22 Abs. 2 und Art. 32 Abs. 1 BEHG. Diese Variante des *Opting-out* war im Entwurf des Bundesgesetzes noch nicht in dieser Form enthalten. Ursprünglich wurde nämlich vorgeschlagen, Papiere von Gesellschaften mit einem *Opting-out* oder *Opting-up* in einem separaten Segment zu handeln. *Botschaft* zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BBl 1993, S. 1390, 1411.

60 Bernet 1998, S. 217; Tschäni et al. 2007, N 22 zu Art. 22 BEHG.

61 Bernet 1998, S. 222.

Anlass zu Kontroversen hat in der Praxis die Grenzwertüberschreitung durch die Bildung einer Aktionärsgruppe⁶² gegeben. Die Angebotspflicht darf nicht mittels Verteilung der Beteiligung auf mehrere in gemeinsamer Absprache handelnde Personen umgangen werden. Die Übernahmekommission verfolgt in diesem Bereich eine restriktive Praxis.⁶³ Eine Gruppe kann auch durch abgestimmte Verhaltensweisen mehreren Personen, die sich auf die Beherrschung der Zielgesellschaft beziehen, gebildet werden. Immerhin muss die abgestimmte Verhaltensweise von einer bestimmten Festigkeit und Dauer sein, kann aber auch auf sozialen oder faktischen Bindungen beruhen.⁶⁴

3.3.2 Preisvorschriften

Die Angebotspflicht ist heute als Grundpfeiler des Schweizer Übernahmrechts nicht mehr wegzudenken. Einen weiteren Kernpunkt stellen die beiden börsengesetzlich eingeführten Preisregeln dar:

3.3.2.1 Mindestpreisregel

Die Mindestpreisregel statuiert eine relative preisliche Gleichbehandlung der Publikumsaktionäre bei Pflicht- und freiwilligen Angeboten, welche mit Vollzug zu einem Pflichtangebot führen würden (sog. gemischt freiwillige Angebote).⁶⁵ Der Mindestpreis muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 % unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.⁶⁶ Der höhere der beiden so ermittelten Werte bestimmt den Mindestpreis. Bei liquiden Titeln wurde der Börsenkurs zunächst als der 30-tägige durchschnittliche Eröffnungskurs definiert. Am 01.06.2007 wurde dann als Berechnungsgrundlage der als verlässlicher erachtete 60-tägige volumengewichtete Durchschnittskurs eingeführt.⁶⁷ Bei illiquiden Titeln⁶⁸ ist eine Bewertung durch die Prüfstelle zur Bestimmung des Mindestpreises vorzunehmen.

Die zweite Komponente der Mindestpreisregel, die die Möglichkeit der Bezahlung eines Paketzuschlags bzw. einer Kontrollprämie von 33,3 % des Angebotspreises (vom Angebotspreis hochgerechnet) bei einem dem Angebot vorausgegangenem Erwerb erlaubt,⁶⁹ berücksichtigt die tiefe soziale Akzeptanz von Kontrollprämien, die sich schon unter dem Kodex im Zusammenhang mit dem Fall Jacobs Suchard zeigte: Dort war wenige Wochen vor Unterbreitung des öffentlichen Kaufangebots eine aus heutiger Sicht astronomische

⁶² Vgl. Empfehlung Schmolz + Bickenbach AG vom 03.10.2006, Erw. 1.2 ff.; Empfehlung Forbo Holding AG vom 03.06.2005, Erw. 4.

⁶³ Hingegen wird die strenge Praxis durch das sog. Black Box-Prinzip etwas gemildert, welches besagt, dass die Angebotspflicht nicht auslöset wird, wenn sich die Beteiligungsveränderung nur innerhalb der Gruppe abspielt.

⁶⁴ Empfehlung in Sachen Quadrant AG vom 23.07.2002, Erw. II, A, 1 ff.; BGE 130 II 530, 549, Erw. 6.4.1. ⁶⁵ Vgl. Art. 10 Abs. 5 UEBV-UEK. Diese Bestimmung wurde mit einer frühen Teilrevision am 01.07.1998 in Kraft gesetzt.

⁶⁶ Art. 32 Abs. 4 BEHG.

⁶⁷ Vgl. Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK.

⁶⁸ Liquide war ein Titel, wenn er an 30 der 60 Börsentage, die der Voranmeldung bzw. der Veröffentlichung des Angebots vorangingen, gehandelt wurde (vgl. Mitteilung Nr. 2 der Übernahmekommission vom 03.09.2007).

⁶⁹ Art. 32 Abs. 4 BEHG i. Vm. Art. 41 BEHV-FINMA.

Prämie von 120 % bezahlt worden.⁷⁰ Auch die unter dem Börsengesetz auf 33,3 % begrenzte Prämienregel hat aber immer wieder Anstoß zu öffentlicher Kritik gegeben, bspw. im Fall *Hiestand Holding AG*⁷¹, bei dem für ein Paket von 31,96 % eine Prämie von 24,68 % bezahlt wurde, sowie im Fall *sia Abrasives*⁷², bei dem die Prämie für einen 39,80 % Aktienblock 18,75 % betrug.

3.3.2.2 Best Price Rule

Die *Best Price Rule* verlangt die absolute preisliche Gleichbehandlung der Angebotsempfänger ab Voranmeldung bzw. Veröffentlichung des Angebots. Die Übernahmekommission hat im Fall *Société Internationale Pirelli S.A.* 1998 erstmals bestimmt, dass die *Best Price Rule* den Ablauf der Nachfrist des Angebots um sechs Monate überdauere.⁷³ Diese Dauer wurde anschließend in langjähriger Praxis gefestigt. Anhand verschiedener Fälle wie bspw. auch *Sarasin & Cie AG*⁷⁴ und *Unilabs S.A.*⁷⁵ aus dem Jahr 2007 hat die Übernahmekommission der *Best Price Rule* zudem eine Art Vorwirkung beigegeben, indem sie das Institut der gekoppelten Gesamttransaktion schuf. Grundsätzlich stellt ein Aktienwerb, der vor der Voranmeldung des Angebots vereinbart, aber erst danach vollzogen wird, einen (präzumentauglichen) vorausgegangenen Erwerb dar. Anders ist dies allerdings, wenn das vor der Publikation des Angebots vereinbarte und danach zu vollziehende Erwerbsgeschäft direkt oder indirekt an den Erfolg des Angebots geknüpft ist.⁷⁶ Geschieht dies bspw. durch die Parallelität der Bedingungen, so liegt eine gekoppelte Gesamttransaktion vor, und die *Best Price Rule* kommt auf das vor Voranmeldung des Kaufangebots abgeschlossene Erwerbsgeschäft zur Anwendung.

3.3.2.3 Weitere Bestimmungen

Das Börsengesetz hat weitere Grundsätze zur preislichen Gleichbehandlung erlassen. Ein Pflichtangebot sowie auch ein gemischt freiwilliges öffentliches Angebot müssen sich auf sämtliche börsennotierten Kategorien von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft beziehen, und der Anbieter muss ein angemessenes Verhältnis zwischen den angebotenen Preisen für mehrere Titelkategorien sicherstellen.⁷⁷ Bei Teilangeboten wird, wie schon unter dem Kodex, die anteilmässige Berücksichtigung der angebotenen Titel verlangt.

In der Praxis hat sich die Einhaltung der Preisvorschriften im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten, bei denen die Übernahmekommission zur Bewertung von Optionen die beiden Methoden »Black Scholes« und das »Binomialmodell« alternativ zulässt, als anspruchsvoll erwiesen.⁷⁸ Obwohl mit der grundsätzlichen Akzeptanz dieser Bewertungs-

⁷⁰ Grundsatzentscheid vom 18.06.1989, der dann im erwähnten Jacobs-Entscheid relativiert wurde. Näheres vgl. bei Strasser 1993, S. 134 ff.

⁷¹ Empfehlung II in Sachen *Hiestand Holding AG* vom 15.07.2008.

⁷² Empfehlung III *sia Abrasives Holding AG* vom 18.11.2008.

⁷³ Recommendation *la Société Internationale Pirelli S.A.* du 4 Juin 1998.

⁷⁴ Empfehlung *Unilabs S.A.* vom 08.01.2007.

⁷⁵ Empfehlung *Unilabs S.A.* vom 22.08.2007, Erw. 2.

⁷⁶ Vgl. bereits Empfehlung *Büro Fürrer AG* vom 09.03.2005, Erw. 2.

⁷⁷ Art. 32 Abs. 5 BEHG.

⁷⁸ In der Empfehlung *Aare-Tessin AG für Elektrizität* vom 06.07.2004 wurde die Einräumung einer Option als vorausgegangener Erwerb qualifiziert, obwohl die Option erst nach Veröffentlichung des öffentlichen Angebots ausgetübt werden konnte.

methoden die Rechtssicherheit erhöht wurde, stellten sich auch im Zusammenhang mit Optionen mitunter komplexe Bewertungs- und Abgrenzungsfragen.⁷⁹

3.4 Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft

3.4.1 Abwehrmaßnahmen

Mit der börsengesetzlichen Regelung wurde das Ziel der Waffengleichheit zwischen mehreren Anbietern, aber auch zwischen dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft und dem Anbieter verfolgt.⁸⁰ Nach der diesbezüglichen Regelungsabstimmung des Kodex wurde damit der Zielgesellschaft ein neues Pflichtenheft übertragen, und es wurden insbesondere die Möglichkeiten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, stark beschränkt, dies trotz beträchtlichem Widerstand im Gesetzgebungsprozess.⁸¹

Die Regelung sieht vor, dass ab dem Zeitpunkt der Voranmeldung beim Ergreifen von Abwehrmaßnahmen eine Kompetenzverschiebung auf die Generalversammlung der Zielgesellschaft erfolgt. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft soll den Aktionärsentscheid über ein an diese gerichtetes öffentliches Kaufangebot nicht präjudizieren können. Entgegen der Kompetenzbeschränkung vorgenommene Geschäfte des Verwaltungsrats sind daher nichtig.⁸²

Der gesetzliche Katalog von der Generalversammlung vorbehaltenen Abwehrmaßnahmen umfasst den Verkauf oder Erwerb von Betriebsteilen im Wert von mehr als 10% der Bilanzsumme, wertunabhängig den Verkauf oder die Belastung von durch den Anbieter bezeichneten Kronjuwelen (auch *Lex Hobis* genannt), die Vereinbarung von Abgangentschädigungen an den Verwaltungsrat oder die Geschäftsleitung (*Golden Parachutes*) und die Verwendung von bedingtem oder genehmigtem Kapital unter Ausschluss des Bezugsrechts.⁸³ Die Übernahmekommission sieht dagegen in sog. *Break Fees*, welche die Zielgesellschaft für den Fall des Scheiterns eines Angebots einem Anbieter verspricht, bis zu einer gewissen Höhe keine gesetzeswidrige Abwehrmaßnahme.⁸⁴

Im Zusammenhang mit der sog. *Crown Jewel Defense* hat die Übernahmekommission im Fall *Leica Geosystems Holdings AG*⁸⁵ festgehalten, dass es nicht angehe, dass der Anbieter *de facto* die ganze Zielgesellschaft zum Hauptgegenstand des Angebots deklariere, da der damit geschaffene Vorbehalt der Genehmigung jeglicher Veräußerungen durch die Generalversammlung die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft für die Angebotsdauer vollständig blockieren könne.

Im Übernahmekampf um *Saia-Burgess* im Jahr 2005 wurde die Rechtslage bei Abwehrmaßnahmen weiter konkretisiert. Zum einen wurde entschieden, dass der Stichtag der

79 Vgl. Empfehlung II *Saurer AG* vom 31.10.2006, in der ein Erwerb von Optionen im Vorfeld als indirekter Aktienwerb qualifiziert wurde und daher mittels Additionsmethode der Optionspreis zum unterliegenden Aktienpreis hinzugerechnet wurde. Vgl. auch: Empfehlung I in Sachen *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, Erw. 3; und Verfügung in Sachen *Speedel Holding AG* vom 20.01.2009, Erw. 2.

80 Vgl. dazu: Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BBl 1993, 1415.

81 Bernet 1998, S. 273; vgl. zum Ganzen ebenfalls: Zobl 1997, S. 62 ff.

82 Recommendation *Baumgartner Papiers Holding S.A.* du 16 Juillet 2001, Erw. 3-2.

83 Vgl. Art. 35 Abs. 2 UEV-UEK.

84 Vgl. Empfehlung *Forbo Holding AG* vom 07.03.2005.

85 Empfehlung *Leica Geosystems Holdings AG* vom 22.06.2005, Erw. 2.

Kompetenzverschiebung an die Generalversammlung bei der Voranmeldung anzusetzen sei. Nie möglich sind Abwehrmaßnahmen, die offensichtlich gegen Gesellschaftsrecht verstoßen.⁸⁶

Anzumerken bleibt, dass Abwehrmaßnahmen wie Vinkulierungen oder Stimmrechtsbeschränkungen zulässig bleiben; allerdings sind die Gesellschaften, die sich diese Möglichkeit statutarisch einräumten, immer mehr zurückgegangen, und das Mittel des bedingten Angebotes erlaubt es einem Anbieter, trotz dieser Hürden die Zielgesellschaft zu übernehmen, wenn die Aktionäre das Angebot attraktiv genug finden und bereit sind, die statutarischen Beschränkungen mittels Generalversammlungsbeschlusses aufzuheben.

3.4.2 Gleichbehandlung der Anbieter

Als weitere, neu geschaffene Pflicht wurde der Zielgesellschaft auferlegt, konkurrierende Anbieter gleich zu behandeln, da auch damit die Wahlfreiheit der Angebotsempfänger gestärkt werde.⁸⁷ Als zentral erweist sich diese Gleichbehandlungspflicht bei der Gewährung des Zugangs zur *Due Diligence*. Im Übernahmekampf um die *SIG Holding* bedurfte es der höchstrichterlichen Klärung dieser Frage. Die Pflicht zur Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern wurde insofern ausgedehnt, als nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung die Zielgesellschaft verpflichtet ist, den Zugang zur *Due Diligence*, den sie einem lediglich potentiellen Anbieter gewährt hat, in gleichem Umfang auch jenem Anbieter zu gewähren, der seinerseits bereits ein Angebot vorangemeldet hat.⁸⁸ Wie bei *Hobis* hatte sich der Verwaltungsrat der *SIG Holding* erhofft, durch die Öffnung der Gesellschaftsbücher einen *White Knight* zu finden. Tut dies eine Zielgesellschaft, so ist sie gezwungen, den unliebsamen Anbieter – selbst wenn es in der Folge zu keinem Angebot des potentiellen *White Knight* kommt – in gleichem Umfang mit Informationen zu bedienen.

3.5 Überwachung und Verfahren

Zuständig zur erstinstanzlichen Überwachung des Übernahmerechts ist die erst in der parlamentarischen Beratung geschaffene Übernahmekommission. Sie setzt sich aus sachverständigen Vertretern von Effektenhändlern, Emittenten und Anlegern zusammen. Der Gesetzgeber war bemüht, die Praxisnähe und Flexibilität der Regulierungskommission unter dem Kodex in gewisser Hinsicht zu erhalten. Die Übernahmekommission erhielt weitgehende Überwachungs- und Rechtsetzungsbefugnisse. Sie konnte jedoch keine Verfügungen erlassen, sondern äußerte sich zur Rechtmäßigkeit eines Angebots – in Anlehnung an

86 Dabei stellte die Übernahmekommission auf die herrschende Lehrmeinung ab. M. w. H.: Empfehlung V *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23.08.2005, Erw. 1.3.3. Berechtigte Zweifel an der separierten Betrachtungsweise von Art. 36 und 37 UEV weckt Nobel in SZW 2006, S. 148 f., indem er auf die Entstehungsgeschichte verweist und die Frage aufwirft, ob es nicht angemessen wäre, im Zuständigkeitsbereich der Übernahmekommission gesellschaftsrechtswidrigen Verhaltensweisen auch bloß in der Zeit der Übernahme (vom Zeitpunkt der Voranmeldung an) zu erfassen, da außerhalb dieser Zeit das Gesellschaftsrecht genügend Handhabe biete. Die EBK bestätigte dies mit einer Verfügung; Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 19.09.2005 und ausführlich dazu: Nobel 2006, S. 146 ff.

88 BGE 133 II 232. Vgl. auch die Besprechung dazu von Bilek/von der Crone 2007, S. 403 ff.

den Kodex – lediglich in rechtlich unverbundlichen Empfehlungen. Bei Ablehnung einer Empfehlung konnten die Parteien von der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) als Aufsichtsbehörde den Erlass einer Verfügung verlangen.

In der Praxis fand die Fachkompetenz der Übernahmekommission trotz fehlender Verfügungskompetenz viel Beachtung. Von den 116 Transaktionen, die die Übernahmekommission unter dem Regime zu freiwilligen Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten zu beurteilen hatte, kam es lediglich in elf Fällen⁸⁹ zu einem Weiterzug an die Eidgenössische Bankenkommission. Das Bundesgericht wurde gar nur in vier Transaktionen angerufen. Die Eidgenössische Bankenkommission hat die Praxis der Übernahmekommission in der Mehrzahl der Fälle geschützt.

Im börsengesetzlichen Übernahmeverfahren kam, wie unter dem Kodex, nur der Anbieterin (und den mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Personen) und der Zielgesellschaft Parteistellung zu.⁹⁰ Aktionäre konnten dem Verfahren immerhin als Interessenten beitreten, falls sie ein direktes berechtigtes Interesse geltend machen konnten. Ein solches wurde ab einer Stimmrechtsbeteiligung von 5% als gegeben erachtet.⁹¹ Interessenten konnten sich grundsätzlich nur schriftlich und gestützt auf öffentlich zugängliche Informationen vernehmen lassen und waren nicht berechtigt, Empfehlungen der Übernahmekommission abzulehnen.⁹² Die Einschränkungen der Teilnahmemöglichkeiten dienten dazu, das Verfahren und die damit verbundenen negativen Einflüsse auf die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft möglichst kurz zu halten.⁹³

4 Revision des Übernahmerechts

4.1 Hintergrund

Die Übernahmekommission hatte in ihrer jahrelangen Praxis verschiedene ungenügend geregelte Fragen geklärt: Wichtige Beispiele sind die erwähnte Praxis zu Interessenkonflikten der leitenden Organe der Zielgesellschaft, die detaillierten Vorgaben zu *Fairness Opinions*, die Geltungsdauer der *Best Price Rule* und die damit zusammenhängende Schaffung des Instituts der gekoppelten Gesamttransaktion.⁹⁴ So gab es bereits im Jahr 2003 Bestrebungen, die übernahmerechtlichen Verordnungen⁹⁵ zu revidieren, um im Sinne

89 Bei dieser Auswertung wurden mehrfache Weiterzüge von verschiedenen Empfehlungen innerhalb derselben Transaktion nur einmal berücksichtigt.

90 Art. 53 UEV-UEK.

91 Art. 38 UEV-UEK.

92 Im Fall *Aare Tessin AG für Elektrizität* aus dem Jahr 2006 wurde eine Minderheitsaktionärin als Interessentin zugelassen, und es war strittig, ob die Interventionsstellung diese dazu berechtigte, eine Empfehlung der Übernahmekommission abzulehnen. Während die Eidgenössische Bankenkommission diese Ablehnungsbefugnis bejahte, wurde sie vom Schweizerischen Bundesgericht verneint. BGE 133 II 81, 87, und dessen Besprechung von Läser/von der Crone 2008, S. 356 ff.

93 Im Fall *Unaxis Holding AG* hat die Übernahmekommission die Parteistellung der *Inag Holding AG*, die über 20% an der *Unaxis Holding AG* hielt, abgelehnt, ihr aber als Interventionsin ein weitgehendes Akteneinsichtsrecht aufgrund eines erwiesenen berechtigten Interesses gewährt. Vgl. Empfehlung *Unaxis Holding AG* vom 12.05.2005.

94 Vgl. vorstehend Abschnitte 3.2.2 und 3.3.2.

95 Vormalis BEHV-EBK und UEV-UEK.

erhöhter Rechtssicherheit die reichhaltige Praxis zu kodifizieren. Dieses Vorhaben wurde jedoch eingestellt.

Im Zuge der Schaffung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) durch das Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG)⁹⁶, wurde zum 01.01.2009 auch das Übernahme-recht revidiert. Ausgehend von der strukturellen Anpassung der Kompetenzordnung sollte einerseits die seit Längerem geplante Kodifizierung der gefestigten Praxis der Übernahmekommission vollzogen werden, andererseits wurden aber auch neue Institute, wie das potentielle Angebot und das Recht qualifizierter Aktionäre, dem Verfahren als Partei beitreten zu können, geschaffen.⁹⁷

4.2 Transparenz

4.2.1 Erweiterungen der Dokumentation

Die Revision hat keine wesentlichen Neuerungen im Bereich der Transparenz gebracht. Der Prospektinhalt ist immerhin um den Hinweis zu erweitern, dass qualifizierte Aktionäre dem Übernahmeverfahren als Partei beitreten können.⁹⁸ Neu besteht die Möglichkeit, statt des gesamten Prospekts nur noch ein Inserat mit den Eckwerten in den Tageszeitungen zu publizieren, unter Verweis auf die elektronische Bezugsquelle. Diese Möglichkeit ist nicht als Einbuße an Transparenz, sondern als Anpassung an zeitgemässe Kommunikationsformen zu verstehen.

Im Bericht des Verwaltungsrats ist neu auch das Abstimmungsverhältnis im Verwaltungsrat anzugeben, womit eine Verbesserung der Entscheidungsgrundlage der Angebotsempfänger bezweckt wurde.⁹⁹ Nicht durchsetzen konnte sich eine Bestimmung des Revisionsentsurfs, die vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verlangte, das Angebot zwingend entweder zur Annahme oder Ablehnung zu empfehlen. Er kann sich folglich weiterhin darauf beschränken, die Vor- und Nachteile des Angebots aufzuzeigen.

4.2.2 Transaktionsmeldungen

Bei den Transaktionsmeldungen wurde zusätzliche Transparenz geschaffen, indem neu alle Parteien des Verfahrens (d. h. neu allenfalls auch qualifizierte Aktionäre und die Zielgesellschaft) meldepflichtig und die Meldungen auf der Webseite der Übernahmekommission abrufbar sind.¹⁰⁰

96 Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht.

97 Die vormalige BEHV-EBK wurde revidiert zur Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV-FINMA) und die UEV-UEK wurde in revidierter Form zur Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV).

98 Dazu hinten Abschnitt 3.5.

99 Art. 30 Abs. 4 UEV; Blass/Bovey 2009, S. 221.

100 Art. 31 BEHG.

4.3 Pflichten des Anbieters

4.3.1 Preisregeln

Neu in das Pflichtenheft des Anbieters wurde die zwingende Baralternative bei Pflichttauschangeboten aufgenommen.¹⁰¹ Damit wird das Ausstiegsrecht der Aktionäre bei einem Kontrollwechsel noch konsequenter und direkter umgesetzt. Die Einführung einer zwingenden Baralternative wurde namentlich im Zusammenhang mit Fälligkeiten, bei denen die zum Umtausch angebotenen Effekten nicht liquide waren, als erforderlich erachtet.¹⁰² In ihrer Mitteilung Nr. 4¹⁰³ hat die Übernahmekommission klargestellt, dass die Pflicht zum Angebot einer Baralternative bei gemischt freiwilligen Angeboten nicht gilt.

Eine unerwartete Klarstellung zum Gleichbehandlungsgebot hat die Übernahmekommission ebenfalls in ihrer Mitteilung Nr. 4 vorgenommen: Bei freiwilligen und gemischt freiwilligen Tauschangeboten ist künftig allen Angebotsempfängern eine Baralternative anzubieten, wenn der Anbieter während der Dauer der *Best Price Rule* Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen Barzahlung erwirbt. Damit kommt dem Recht auf Gleichbehandlung unter der *Best Price Rule* nicht mehr nur eine quantitative, sondern zunehmend auch eine qualitative Komponente zu.

Die über Jahre entwickelte Praxis zum vorausgegangenen Erwerb fand keinen Niederschlag in der Revision, wird aber weiterhin zu beachten sein. Erneute öffentliche Kritik an der, die Revision unverändert überstandenen, börsengesetzlichen Prämienregelung, löste der Fall *Quadrant*¹⁰⁴ aus. Die gesetzlich zulässige Prämie von 33,3% wurde beim vorausgegangenen Erwerb eines Pakets von 7,85% der Stimmrechte und Optionen auf weitere 2,06% nahezu vollständig ausgeschöpft. Die Diskussion um eine Abschaffung der Bestimmung wurde sogar auf parlamentarischer Ebene angeschnitten.¹⁰⁵

4.3.2 Potentielltes Angebot

Neu geschaffen wurde mit der Revision das Institut des potentiellen Angebots. Es wurde aufgrund eines Vorschlages in der Vernehmlassung in die Übernahmeverordnung aufgenommen.¹⁰⁶ Das potentielle Angebot dient der Übernahmekommission dazu, Verunsicherungen im Markt, bei der Zielgesellschaft und deren Kunden und Lieferanten innerhalb einer nützlichen Frist zu beseitigen, wenn ein potentieller Anbieter die Möglichkeit der

¹⁰¹ Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA.

¹⁰² Ein Pflichtangebot in Effekten der Anbieterin war bis am 01.01.2009 ohne Weiteres zulässig. Die Übernahmekommission hat in ihrem Rundschreiben Nr. 2 vom 26.02.2010 den Begriff der Liquidität neu definiert (vgl. dazu auch Verfügung II *Harwayne Compagnie de Participations Industrielles et Financières S.A.* vom 16.03.2009). Statt auf einen 60 Börsentage umfassenden Betrachtungszeitraum ist neu auf einen solchen von zwölf Monaten abzustellen. Zudem ist nicht mehr die schlechte Tatsache des Handels (vgl. vorne FN 68), sondern der monatliche Median der börslichen Transaktionen relevant, der mindestens 0,04% des *Free Float* des untersuchten Titels entsprechen muss. Damit wird die Bestimmung der Liquidität anspruchsvoller, nähert sich aber dem börslichen Verständnis von Liquidität an.

¹⁰³ Mitteilung Nr. 4, freiwillige öffentliche Tauschangebote vom 09.02.2009.
¹⁰⁴ Verfügung 410/01 *Quadrant AG* vom 29.05.2009, Erw. 3.3; Verfügung 410/02 *Quadrant AG* vom 16.06.2009, Erw. 3 und Verfügung des Übernahmeausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 08.06.2009.

¹⁰⁵ Vgl.: Interpellation von Hans Kaufmann vom 12.06.2009 (09.3667): Mangelhafte Finanzmarktaufsicht oder fehlerhafte Gesetzgebung?

¹⁰⁶ Art. 53 UEV.

Unterbreitung eines Angebots öffentlich kundgetan hat.¹⁰⁷ Sie kann den Anbieter auffordern, innerhalb einer Frist entweder ein Angebot zu veröffentlichen oder zu erklären, während sechs Monaten kein öffentliches Angebot zu unterbreiten.¹⁰⁸

4.4 Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft

4.4.1 Ausbau der gesetzswidrigen Abwehrmaßnahmen

Mit der Revision wurde der Katalog der gesetzswidrigen Abwehrmaßnahmen im Wesentlichen um zwei Sachverhalte erweitert.¹⁰⁹ Neu darf die Zielgesellschaft keine eigenen Aktien, zum Tausch angebotene Effekten oder sich auf diese beziehenden Finanzinstrumente kaufen oder verkaufen. Rückkaufprogramme und *Market Making*-Aktivitäten sind folglich bis zu einem allfälligen Generalversammlungsbeschluss zu suspendieren. Die Zielgesellschaft darf auch keine Rechte zum Erwerb von eigenen Beteiligungspapieren (Wandel- und Optionsrechte) ausgeben. Davon ausgenommen sind vorbestehende Verpflichtungen und Mitarbeiterbeteiligungsprogramme.¹¹⁰ Mit diesen Ergänzungen des Katalogs der gesetzswidrigen Abwehrmaßnahmen wird die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft um den Preis einer stärkeren Einschränkung der laufenden Geschäftstätigkeit zusätzlich unterstrichen.

Der gesetzswidrige Verkauf oder Erwerb von Betriebsteilen wurde um die Bezugsgrösse von 10% der Ertragskraft der Zielgesellschaft erweitert.¹¹¹ Was diese nichttechnische Bezugsgrösse umfasst, bedarf der Klärung durch die Übernahmekommission.¹¹²

4.5 Überwachung und Verfahren

Die Behördenorganisation im Übernahmerecht änderte sich mit dem Inkrafttreten des FINMAG zunächst dadurch, dass die Eidgenössische Bankkommission als Aufsichtsbehörde in der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA aufging. Mit der Revision wurde sodann die Überwachungskompetenz der Übernahmekommission formal ausgebaut, indem ihr neu Verfügungskompetenz zukommt und das Übernahmeverfahren – abgesehen von einigen Spezialbestimmungen – dem Verwaltungsverfahrensgesetz (VwVG) unterstellt wurde. Das informelle Verfahren mit bloßer Empfehlungskompetenz war bei unfreundlichen Übernahmen und konkurrierenden Angeboten an seine Grenzen gestoßen, da die

¹⁰⁷ Vgl. Blaas/Bovey 2009, S. 119.

¹⁰⁸ Das sich an den englischen City Code anlehrende Instrument des potentiellen Angebotes kann im schweizerischen Kontext auch dazu dienen, die im Zusammenhang mit *Serono* vor der Revision entstandene Unsicherheit zum Begriff der Voranmeldung zu beseitigen. Die Übernahmekommission hatte damals angekündigt, dass sie Pressemitteilungen, die sämtliche Angaben einer Voranmeldung enthalten, unabhängig von einem entsprechenden *Disclaimer* als bindende Voranmeldung behandeln könnte (Empfehlung *Serono S.A.* vom 08.01.2007).

¹⁰⁹ Heute Art. 35 ff. UEV.

¹¹⁰ Die Ausnahmen in Art. 36 Abs. 3 UEV wurden erst nach der Vernehmlassung aufgenommen.

¹¹¹ Heute Art. 37 UEV.

¹¹² Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV. So bspw. die Veränderung des Umsatzes, Cashflows, EBIT etc. um mehr als 10%.

Die Autoren sehen die primäre Herausforderung des Schweizer Übernahmrechts für die nächste Zukunft im Umgang mit qualifizierten Aktionären, die im Übernahmeverfahren Parteistellung beantragen; erhöhter Druck ist auch auf der im internationalen Vergleich in der Zwischenzeit eher einsam dastehenden Möglichkeit, vor Angebot eine erhebliche Kontrollprämie zu zahlen, zu erwarten, obwohl eine Kontrollprämie im Einzelfall durchaus angebracht sein kann. So oder anders darf davon ausgegangen werden, dass das hiesige Übernahmerecht weiterhin einen wesentlichen Beitrag und Rahmen für einen effizienten und damit wettbewerbsfähigen Markt für Unternehmenskontrolle bieten kann.

Literatur

Bernet R. (1998): Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG). Stämpfli, Bern, 1998.

Bilek E./von der Crone H. C. (2007): Anspruch auf Due Diligence aufgrund der übernahmeherechlichen Gleichbehandlungspflicht. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 79. Jg., Nr. 5, 2007, S. 403-411.

Binder, A. (2010): M&A-Rechtsentwicklungen – Blicke zurück und nach vorn. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 483-512.

Blaas, S./Barraud, J. (2008): Aus der Praxis der Übernahmekommission. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 80. Jg., Nr. 3, 2008, S. 335-349.

Blaas, S./Bovey, P. (2009): Aus der Praxis der Übernahmekommission. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 81. Jg., Nr. 3, 2009, S. 208-222.

Dubs, D. (1995): Lauterkeitsrechtliche Aspekte der »Holvis-Übernahme«. In: Aktuelle Juristische Praxis (AJP), 4. Jg., Nr. 7, 1995, S. 899-904.

Frei, S. N. (1996): Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz. Haupt, Bern u. a., 1996.

Läser, M./von der Crone, H.C. (2008): Stellung des Aktionärs im Übernahmeverfahren vor der Übernahmekommission und der Bankenkommision, BGE 133 II 81. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 80. Jg., Nr. 3, 2008, S. 356-365.

Meier-Schatz, C. (1991): Rechtliche Betrachtungen zu neueren Entwicklungen in der schweizerischen »Takeover-Szene«. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 87. Jg., Nr. 4, 1991, S. 57-76.

Meier-Schatz, C. (1995): Besprechung des Entscheides der Regulierungskommission. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 67. Jg., Nr. 4, 1995, S. 190-193.

Meier-Schatz, C. (1996): Das neue Börsengesetz der Schweiz. Haupt, Bern u. a., 1996.

Nobel, P. (2006): Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 19. September 2005 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 78. Jg., Nr. 2, S. 146-149.

Nobel, P. (2008): Die EU-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote und ihre Umsetzung in den Mitgliedsstaaten. In: Tschäni (Hrsg.): Mergers and Acquisitions X. Schulthess, Zürich u. a., 2008.

Strazzer, R. (1993): Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz. Schulthess, Zürich, 1993.

Tschäni, R./Iffland, J./Djem, H.-J. (2007): In: Vogt, R./Watter, N. P. (Hrsg.): Basler Kommentar zum Börsengesetz, 2. Aufl., Helbing & Lichtenhahn, Basel, 2007.

Tschäni, R./Iffland, J./Djem, H.-J. (2010): Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Schulthess, Zürich u. a., 2010.

Watter, R. (1990): Unternehmensübernahmen. Schulthess, Zürich, 1990.

Watter, R./Dubs D. (1998): Organverhaltens- und Organhaftungsregeln im Börsenrecht. In: Aktuelle Juristische Praxis (AJP), 7. Jg., Nr. 11, 1998, S. 1308-1326.

Zobi, D. (1997): Rechtsstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), Sondernummer, 1997, S. 62 ff.

Notizen zum Schweizerischen Übernahmekodex. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 62. Jg., Nr. 5, 1990, S. 207-212.

Schweizerischer Übernahme-Kodex, Entscheidungen der Kommission für Regulierungsfrage (Januar 1992 - Dezember 1992). In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW), 65. Jg., Nr. 2, 1993, S. 68-79.

Bereitschaft der Parteien, Empfehlungen zu akzeptieren in diesen Konstellationen tiefer ist. Dies führte zu unübersichtlichen Situationen und für die Zielgesellschaft zu belastenden Zeitverzögerungen.¹¹³ Erste Erfahrungen mit der neuen Verfahrensordnung lassen allerdings Zweifel daran aufkommen, ob die Verfügungskompetenz die Autorität der Übernahmekommission erhöht hat und deshalb weniger Entschiede weitergezogen werden.¹¹⁴

Einschneidende Wirkungen zeichnen sich aufgrund des neu geschaffenen Rechts von qualifizierten Aktionären, formale Parteistellung im Übernahmeverfahren zu erlangen, ab. Minderheitsaktionäre mit einer Beteiligung von mindestens 2% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft können bei der Übernahmekommission Parteistellung beantragen und so die Rechtmäßigkeit des Angebots beanstanden. Erste Erfahrungen mit dem neuen Parteirecht haben gezeigt, dass dieses zu bedeutenden Verfahrensverzögerungen führen kann. Vor der Übernahmekommission mit ihrer Einsprache unterliegende Aktionäre scheinen bereit zu sein, den Beschwerdeweg zu höheren Instanzen zu beschreiten.¹¹⁵

Die Schaffung des neuen Parteirechts und das mit dem rechtlichen Gehör einhergehende Akteneinsichtsrecht war Gegenstand erster Entschiede der Übernahmekommission. Um das kooperative, effiziente Verfahren bei der Ausarbeitung übernahmeherechtkonformer Angebotsdokumente nicht zu gefährden, hat die Übernahmekommission entschieden, dass Entwürfe von Angebotsdokumenten und Vereinbarungen nicht vom Akteneinsichtsrecht ausgeschlossen seien. Dies auch weil die Parteistellung erst ab dem Zeitpunkt der Prospektveröffentlichung erlangt werden könne.¹¹⁶

Unter Androhung der Ungehorsamsstrafe wurde einem als Partei konstituierten Aktionär untersagt, nicht publizierte Inhalte von bei den Akten liegenden Dokumenten außerhalb des Übernahmeverfahrens zu verwenden. Mit diesem Entscheid wurde ein Ausgleich zwischen dem mit einer medialen Verwertung einhergehenden Störpotential für das Tagesgeschäft der Zielgesellschaft einerseits und dem Teilnahmerecht von qualifizierten Aktionären andererseits gesucht.

5 Schlussbemerkungen

Das Schweizer Übernahmerecht genügt trotz einiger helvetischer Besonderheiten internationalen Standards und hat für einige Zeit gar eine Führungsrolle in der internationalen Entwicklung gehabt. In enger Anlehnung an die sich in der Praxis stellenden Fragen wurden die übernahmeherechlichen Leitprinzipien des Börsengesetzes Transparenz, Gleichbehandlung der Anleger und Lauterkeit schrittweise konkretisiert und durch die Revision von 2009 wurde die konstante Praxis kodifiziert.

113 Vgl. bspw. die Fälle *Baumgartner Papiers Holding S.A.* (2000), *Centerpulse* (2003), *Saia-Burgess* (2005) und *SIG Holding* (2006).

114 Die Verkürzung des Instanzenzuges mit dem Bundesverwaltungsgericht als endgültig entscheidender Instanz soll ebenfalls auf eine möglichst kurze Verfahrensdauer hinwirken (Art. 83 lit. u BGG).

115 Vgl. bspw. die Transaktionen *Quadrant AG* und *Harvarne Compagnie de Participations Industrielles et Financières S.A.*, bei denen Minderheitsaktionäre sich als Parteien konstituierten und es zu Beschwerden gegen die Verfügungen der Übernahmekommission bei der FINMA (und vor Bundesverwaltungsgericht) kam (im Fall *Harvarne* ergriff allerdings die Anbieterin die Beschwerde nachdem die qualifizierten Aktionäre mit ihrer Einsprache vor der Übernahmekommission obstiegen).

116 Verfügung 410/01 *Quadrant AG* vom 29.05.2009, Sachverhalt J.