



VERFÜGUNG

der Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommission

Prof. Luc Thévenoz, Präsident ad hoc, Dr. Anne Héritier Lachat,
Charles Pictet, Kammermitglied ad hoc

vom 3. Mai 2006

in Sachen

Aare-Tessin AG für Elektrizität, Olten

betreffend

Ablehnung der Empfehlung VI der Übernahmekommission vom 7. April 2006 - Angebotsprospekt



Sachverhalt:

(1) Aare-Tessin AG für Elektrizität („Atel“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Olten. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 303'600'000.-- und ist eingeteilt in 3'036'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 100.-- („Atel-Aktien“). Die Aktien sind an der SWX Swiss Exchange kotiert. Die Statuten von Atel enthalten keine Opting out-Klausel.

(2) Motor-Columbus AG („Motor-Columbus“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Baden. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 253'000'000.-- und ist eingeteilt in 506'000 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 500.-- („MC-Aktien“). Die Aktien sind an der SWX Swiss Exchange kotiert. Die Statuten von Motor-Columbus enthalten eine Opting out-Klausel. Motor-Columbus ist eine reine Finanzholding mit Beteiligungen vor allem im Energiebereich. Als wichtigste Beteiligung hält sie 58.51% aller Namenaktien der operativ tätigen Atel.

(3) UBS AG („UBS“) mit Sitz in Zürich und Basel hielt eine Beteiligung von 55.64% an Motor-Columbus. Bedeutende Aktionäre von Motor-Columbus waren Electricité de France International, Paris („EDFI“), die 20%, und EOS Holding, Lausanne („EOSH“), welche 15.44% aller Inhaberaktien an Motor-Columbus hielten. Am 29. September 2005 schloss UBS mit EOSH, Aziende Industriali di Lugano SA, Lugano („AIL“), Elektra Birseck, Münchenstein („EBM“), Elektra Baselland, Liestal („EBL“), IBAarau AG, Aarau („IBA“), dem Kanton Solothurn („KtSO“) und den Wasserwerken Zug, Zug („WWZ“), sowie Atel einerseits und mit EDFI andererseits je einen Kaufvertrag ab, worin sich UBS verpflichtete, EOSH, AIL, EBM, EBL, IBA, KtSO, WWZ, EDFI und Atel ihre Beteiligung an Motor-Columbus in Höhe von 55.64% zu verkaufen (nachfolgend „Aktienkaufverträge“). Zeitgleich mit den Aktienkaufverträgen hatten EOSH, AIL, EBM, EBL, IBA, KtSO, WWZ, EDFI (alle zusammen „Konsortium“) und Atel eine Konsortialvereinbarung („Konsortialvereinbarung“) abgeschlossen.

(4) Die Aktienkaufverträge wurden am 23. März 2006 vollzogen. Im Rahmen des Vollzugs der Aktienkaufverträge gab EDFI eine Abtretungserklärung ab; nach dem Vollzug wurde die von ihr gehaltene Beteiligung an Motor-Columbus und Atel auf EDF Alpes Investissements Sàrl, Martigny (EDFAI) übertragen. Durch die Abtretungserklärung von EDFI und infolge eines ausdrücklichen Vertragsbeitritts wurde auch EDFAI Partei der Konsortialvereinbarung.

(5) Unmittelbar nach Vollzug der Aktienkaufverträge, jedoch vor Veröffentlichung des öffentlichen Umtauschangebots, unterzeichneten Motor-Columbus und Atel am 23. März 2006 einen Fusionsvertrag („Fusionsvertrag“), wonach Motor-Columbus in Atel als übernehmende Gesellschaft („NewCo“) fusioniert. Nach Vollzug der Fusion soll NewCo in eine Holding umstrukturiert werden, indem die betrieblichen Aktivitäten in operative



Tochtergesellschaften ausgegliedert werden. Zudem wird NewCo umfirmiert („HoldCo“) und ihr Sitz wird von Olten nach Neuenburg verlegt. Vor der effektiven Implementierung dieser Holdingstruktur ist beabsichtigt, dass EOSH ihre betrieblichen Aktivitäten und Aktiven mit HoldCo zusammenführt. Ferner besteht die Absicht, dass die schweizerischen Beteiligungen der Electricité de France, Paris („EDF“), ihrer Tochtergesellschaften sowie der Gesellschaften, an denen sie (in)direkt Beteiligungen hält (zusammen „EDF-Gruppe“), in HoldCo eingebracht werden. Es ist vorgesehen, dass - nach Vollzug der genannten Sacheinlagen - EOSH sowie das Konsortium der Schweizer Minderheiten (bestehend aus AIL, EBL, EBM, IBA, KtSO sowie WWZ) je eine Beteiligung von 30% und die EDF-Gruppe eine Beteiligung von 25% an HoldCo halten.

(6) Mit Empfehlung vom 11. August 2005 stellte die Übernahmekommission („UEK“) fest, dass die Konsortialmitglieder und Atel mit Unterzeichnung der Konsortialvereinbarung direkt und indirekt mehr als 33 1/3% der Stimmrechte an Atel halten und den Aktionären von Atel ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreiten müssen („Empfehlung I“).

(7) Ebenfalls am 11. August 2005 entschied die UEK, dass Motor-Columbus das Pflichtangebot an die Aktionäre von Atel im Auftrag der Konsortialmitglieder durchführen könne, indem Motor-Columbus im Rahmen eines Umtauschangebots MC-Aktien anbiete („Empfehlung II“). Dabei beurteilte die UEK die Zulässigkeit dieses Umtauschangebots u.a. wie folgt: Vorliegend sei geplant, den Aktionären der Atel MC-Aktien anzubieten. Dadurch würden die andienenden Aktionäre zu indirekt an der Atel beteiligten MC-Aktionären. Es sei zu beachten, dass das öffentliche Umtauschangebot lediglich ein Zwischenschritt im geplanten Transaktionsvorhaben darstelle. Grundsätzlich sei nicht von einer Einzelbetrachtung der einzelnen Transaktionsschritte auszugehen, sondern vielmehr eine Gesamtbetrachtung der Transaktion vorzunehmen. Wirtschaftliches Transaktionsziel sei die Schaffung einer Holdingstruktur: MC und Atel sollten umstrukturiert und zusammengeführt werden, um unter neuer Firma die Obergesellschaft der geplanten Holdingstruktur zu bilden. Weiter hielt die UEK fest, dass ein Umtauschangebot den Angebotsempfängern die Wahl lasse, das Angebot auszuschlagen und Aktionäre der Zielgesellschaft zu bleiben oder anzunehmen und damit zum Aktionariat der Gesellschaft zu stossen, deren Titel zum Tausch angeboten würden. Zudem führte die UEK aus, dass ein Umtauschangebot auch dann möglich sei, wenn die zum Tausch angebotenen Beteiligungspapiere nicht kotiert seien bzw. es sich dabei um kotierte Beteiligungspapiere mit einem illiquiden Markt handle. Die Publikation der Empfehlung II erfolgte erst mit Veröffentlichung des Pflichtangebots am 28. März.

(8) AEM S.p.A., Mailand („AEM“), ein Aktionär mit einer Beteiligung von 5.76% an Atel, gelangte erstmals mit Schreiben vom 17. März 2006 an die UEK, und äusserte Bedenken gegen das öffentliche Übernahmeangebot. Die UEK liess in der Folge AEM als Intervenientin im Verfahren zu (vgl. Empfehlung vom 24. März 2006 [„Empfehlung V“]).



(9) Am 24. März 2006 veröffentlichte Motor-Columbus die Voranmeldung des öffentlichen Umtauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Atel. Die landesweite Publikation des Angebotsprospekts („Angebotsprospekt“) erfolgte am 28. März 2006.

(10) Gemäss Angebotsprospekt werden den Aktionären von Atel 0.32 MC-Aktien pro Atel-Aktie angeboten. Die Angebotsfrist läuft vom 12. April bis 2. Mai 2006, wobei die Abwicklung des Angebots und der damit verbundene Umtausch am 2. Juni 2006 durchgeführt werden soll. Unter Bezugnahme auf den Fusionsvertrag wird ausgeführt, dass nach Durchführung des Umtauschangebots Motor-Columbus in Atel als übernehmende Gesellschaft fusionieren wird, wobei das Fusionsumtauschverhältnis MC-Aktien zu Atel-Aktien basierend auf dem Umtauschverhältnis des vorliegenden Angebots berechnet und somit 3.12 Atel-Aktien für eine MC-Aktie betragen wird. Es ist vorgesehen, dass die Genehmigungsbeschlüsse der Aktionäre von Atel und MC zur Fusion anlässlich ausserordentlicher Generalversammlungen von Atel und Motor-Columbus traktandiert werden, welche voraussichtlich beide auf den 7. Juli 2006 angesetzt werden. Weiter weist der Angebotsprospekt darauf hin, dass sich Atel und die Konsortialmitglieder verpflichtet hätten, ihre Atel-Aktien nicht der Motor-Columbus anzudienen.

(11) Die UEK lud AEM am 28. März 2006 ein, zum Angebot Stellung zu nehmen. In ihrer Eingabe vom 30. März 2006 machte AEM unter anderem geltend, dass vorliegend ein Umtauschangebot mit einem nachfolgenden „reverse merger“ verknüpft sei. Dies stehe aber im Widerspruch zu den Pflichtangebotsbestimmungen des schweizerischen Übernahmerechts, weil dadurch den Aktionären von Atel die vom Gesetz vorgesehene Ausstiegsmöglichkeit verweigert würde. Weiter zweifelte AEM die Unabhängigkeit von Ernst & Young als Prüfstelle des Umtauschangebots an.

(12) Mit Empfehlung vom 7. April 2006 entschied die UEK, dass der Angebotsprospekt in verschiedener Hinsicht zu ändern bzw. zu ergänzen sei („Empfehlung VI“). Die Zulässigkeit der nunmehr vorgesehenen Kombination eines Umtauschangebots mit einem nachfolgenden „reverse merger“ wurde von der UEK bejaht. Ferner erachtete die UEK die Unabhängigkeit der Prüfstelle als gegeben.

(13) Die Ergänzung des Umtauschangebots vom 28. März 2006 wurde am 12. April 2006 veröffentlicht. Demnach lautet das Umtauschangebot neu auf 0.321 MC-Aktien je Atel-Aktie. Entsprechend wird auch das Fusionsumtauschangebot berichtigt und beträgt nunmehr 3.115 Atel-Aktien für eine MC-Aktie. Weiter wird darauf hingewiesen, dass AEM nach bestem Wissen des Atel-Verwaltungsrats nicht beabsichtige, das Umtauschangebot anzunehmen. Die Angebotsfrist wird neu bis zum 17. Mai 2006 verlängert, Abwicklung des Angebots und Umtausch sollen am 20. Juni 2006 erfolgen.

(14) Mit Schreiben vom 18. April 2006 an die UEK lehnte AEM die Empfehlung VI ab und bestritt die Gesetzmässigkeit des Umtauschangebots sowie die Unabhängigkeit von Ernst & Young als Prüfstelle. Dabei stellte AEM die folgenden Anträge:



„Préalablement:

l'OPE de MC sur les actions de ATEL est suspendue jusqu'à décision définitive et entrée en force sur la validité au sens des dispositions de la LBVM et de ses ordonnances ;

au fond :

E & Y ne remplit pas les conditions d'indépendance requises pour remplir la fonction d'organe de contrôle ;

L'OPE ne remplit pas les conditions imposées par la LBVM et ses ordonnances ;

L'OPE est interdite ; et

L'OPE est nulle et sans effet.“

(15) Die UEK übermittelte diese Eingabe am 18. April 2006 der Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommision („EBK“).

(16) Mit Schreiben vom 19. April 2006 gelangte Motor-Columbus, handelnd in eigenem Namen sowie im Auftrag des Konsortiums und von Atel, mit folgendem Antrag an die EBK:

„Es sei auf die Eingabe vom 18. April 2006 von AEM SpA, Mailand, betreffend Empfehlung VI der Übernahmekommision vom 7. April 2006 nicht einzutreten.“

(17) Die EBK lud am 21. April 2006 AEM sowie die UEK ein, sich bis zum 24. April 2006 zur Aktivlegitimation und Parteistellung von AEM im Verfahren vor der EBK zu äussern. In diesem Zusammenhang stellte AEM mit Eingabe vom 24. April 2006 die folgenden Anträge:

„AEM requiert que votre Autorité:

Constate qu'AEM est légitimée à agir et avait qualité de partie dans la procédure devant la COPA et, partant, avait qualité pour rejeter la recommandation querellée ;

Constate qu'AEM est légitimée à agir et a qualité de partie dans la procédure devant la CFB ;

Subsidiairement

Donner suite à la demande d'intervention obligatoire d'AEM et constater qu'AEM est légitimée à agir et a qualité de partie dans la procédure devant la CFB

Ceci fait,

Donner la suite qu'il convient aux requêtes d'AEM du 18 avril 2006.“

(18) Sodann ersuchte die EBK am 25. April 2006 die UEK sowie Motor-Columbus, zu den materiellen Anliegen von AEM sowie dem Antrag auf Suspendierung des Angebots



Stellung zu nehmen. Motor-Columbus stellte dabei mit Eingabe vom 27. April 2006 die folgenden Begehren:

„Es sei auf die Anträge der Eingaben vom 18. und 24. April 2006 von AEM SpA, Mailand, betreffend Empfehlung VI der Übernahmekommission vom 7. April 2006 nicht einzutreten; eventualiter seien die Anträge von AEM in der Eingabe vom 18. April 2006 abzuweisen und die Empfehlung VI zu bestätigen.

Es sei auf den Antrag der Suspendierung des laufenden Pflichtangebotes nicht einzutreten, eventualiter sei dieser Antrag abzuweisen und das Verfahren vor der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission möglichst zu beschleunigen.

Die Verfahrenskosten seien AEM aufzuerlegen. Dem Konsortium sowie Atel und MC sei zulasten von AEM eine angemessene Parteientschädigung zuzusprechen.“

(19) Auf Verlangen der EBK reichte Motor-Columbus am 28. April 2006 eine Aufstellung über die Aktienbeteiligungen an Motor-Columbus und Atel ein. Gemäss dieser Aufstellung würde der „free float“ in MC-Aktien 18.22% betragen, falls alle Aktionäre (mit Ausnahme des Konsortiums und Atel) das Umtauschangebot annehmen würden. Die (geschätzte) Beteiligung von AEM an diesem free float wird mit 56'524 MC-Aktien beziffert, was 9.52% des Aktienkapitals von Motor-Columbus nach Durchführung des Umtauschangebots entspräche.

(20) Auf die vorgenannten Eingaben wird, soweit wesentlich, in den Erwägungen eingegangen.

(21) Die Übernahmekammer im vorliegenden Übernahmeverfahren setzt sich zusammen aus Herrn Prof. Luc Thévenoz als Präsident ad hoc, Frau Dr. Anne Héritier Lachat, sowie Herrn Charles Pictet als Kammermitglied ad hoc. Herr Dr. Eugen Haltiner als Präsident sowie Herr Prof. Jean-Baptiste Zufferey als Vizepräsident befinden sich im Ausstand.

Erwägungen:

(22) Die UEK ist gemäss Art. 23 Abs. 3 des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1) zuständig, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall zu überprüfen und Empfehlungen zu erlassen. Werden Ihre Empfehlungen abgelehnt, so meldet sie dies der Aufsichtsbehörde, d.h. der EBK (Art. 23 Abs. 4 BEHG), die gestützt hierauf ein verwaltungsrechtliches Verfahren durchführt und eine Verfügung erlässt (Art. 23 Abs. 4; Art. 35 Abs. 1 BEHG).



1. Befugnis der AEM zur Ablehnung einer Empfehlung der UEK

(23) Vorliegend ist strittig, ob AEM befugt ist, eine Empfehlung der UEK abzulehnen, nachdem AEM am Verfahren vor der UEK nicht als Partei i.S.v. Art. 53 der Verordnung der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997 über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung-UEK, UEV-UEK; SR 954.195.1), sondern nur als Intervenientin i.S.v. Art. 54 UEV-UEK teilnehmen konnte.

(24) AEM begründet ihre Befugnis zur Ablehnung der Empfehlung VI im Wesentlichen wie folgt: Der Begriff „Partei“ i.S.v. Art. 5 Abs. 1 UEV-UEK sei im Sinne von Art. 6 des Bundesgesetzes vom 20. Dezember 1968 über das Verwaltungsverfahren (VwVG; SR 172.021) zu interpretieren und umfasse somit auch den Intervenienten i.S.v. Art. 54 Abs. 1 UEV-UEK. Dies folge daraus, dass das Börsengesetz verschiedene Regeln aufstelle, um die Stellung des Minderheitsaktionärs im Rahmen von Pflichtangeboten zu schützen. Würde nun die Ablehnungsbefugnis nach Art. 5 Abs. 1 UEV-UEK eng ausgelegt und Minderheitsaktionären damit die Möglichkeit genommen, Empfehlungen der UEK abzulehnen, so stünde dies im Widerspruch zu den Zielen der Pflichtangebotsbestimmungen des Börsengesetzes. Dabei stützt sich AEM auf die Ausführungen der EBK in der Verfügung vom 4. Juni 2001 i.S. Baumgartner Papiers Holding SA zur Parteistellung von Aktionären im Übernahmeverfahren und verweist weiter auf die Regelung der Parteistellung von Aktionären gemäss der sistierten Revision der Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 25. Juni 1997 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-EBK, BEHV-EBK; SR 954.193) und UEV-UEK sowie im Rahmen des geplanten Finanzmarktaufsichtsgesetzes.

(25) Motor-Columbus verneint die Befugnis der AEM, eine Empfehlung der UEK abzulehnen zu können, zusammengefasst mit den folgenden Argumenten: Art. 53 UEV-UEK ziehe den Kreis der Personen, denen im Verfahren vor der UEK Parteistellung zukomme, enger als im sonstigen erstinstanzlichen Verwaltungsverfahren. Art. 53 UEV-UEK sei *lex specialis*, weshalb Art. 6 VwVG auf übernahmerechtliche Verfahren nicht anwendbar sei. AEM sei nicht Partei im übernahmerechtlichen Verfahren, das zur Empfehlung VI geführt habe. Entsprechend könne AEM die Empfehlung nicht ablehnen. Den ihr zur Verfügung stehenden Rechtsweg, nämlich innerhalb der Frist von 5 Börsentagen die EBK zu ersuchen, ihr Attraktionsrecht auszuüben, habe AEM nicht beschritten. Weder hätten die Parteien die Empfehlung VI abgelehnt noch die EBK diese innert der massgeblichen Frist von 5 Börsentagen attrahiert, weshalb die Empfehlung VI verbindlich sei. Dies ergebe sich aus dem im Verwaltungsrecht geltenden Vertrauensprinzip.

(26) Auch die UEK verneint die Zulässigkeit einer Ablehnung der Empfehlung VI durch AEM, wobei sie in Übereinstimmung mit Motor-Columbus geltend macht, dass Art. 53 UEV-UEK als *lex specialis* anzusehen sei, wodurch Art. 6 VwVG auf das Verfahren vor der UEK keine Anwendung finde. AEM sei das Recht eingeräumt worden, als Intervenientin i.S.v. Art. 54 UEV-UEK dem Verfahren vor der UEK beizutreten. Aus Art. 5 Abs. 1 UEV-UEK ergebe sich jedoch *e contrario*, dass einer Intervenientin nicht das



Recht zukomme, eine Empfehlung abzulehnen. Schliesslich führt die UEK aus, dass sogar wenn AEM im Verfahren vor der EBK Parteistellung nach Art. 6 VwVG habe, sie dadurch nicht rückwirkend zur Partei im Verfahren vor der UEK werde. Dadurch bliebe sie weiterhin Intervenientin und könne demzufolge aus vorgenannten Gründen die Empfehlung VI nicht ablehnen.

(27) Art. 53 UEV-UEK definiert, wer im Verfahren vor der UEK Parteistellung hat. Art. 53 Abs. 1 UEV-UEK zufolge sind dies der Anbieter, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen sowie die Zielgesellschaft. Dieser Katalog ist abschliessend (BGE 129 II 183 Erw. 4.2). AEM ist eine Minderheitsaktionärin der Zielgesellschaft und fällt unter keine dieser drei Kategorien. Es steht somit fest, dass im Verfahren der UEK, welches zur Empfehlung VI führte, AEM nicht Parteistellung hatte.

(28) In Ergänzung zu Art. 53 UEV-UEK gestattet Art. 54 UEV-UEK denjenigen Personen, die ein direktes berechtigtes Interesse geltend machen, im Verfahren vor der UEK als Intervenienten teilzunehmen. Ein „direktes berechtigtes Interesse“ können insbesondere diejenigen Aktionäre der Zielgesellschaft geltend machen, die über mindestens 5% der Stimmrechte an dieser verfügen (Art. 54 Abs. 2 i.V.m. Art. 38 UEV-UEK). Da AEM eine Beteiligung von 5,76% an Atel hält, entschied die UEK zu Recht, AEM im Verfahren als Intervenientin zuzulassen.

(29) Was das Verfahren vor der EBK anbetrifft, so bestimmt sich der Parteibegriff nach Art. 6 VwVG (BGE 129 II 183 Erw. 4.2). Dieser Bestimmung zufolge ist zur Teilnahme am Verfahren berechtigt, wer durch die Verfügung in seinen Rechten oder Pflichten berührt werden soll oder gegen die Verfügung ein Rechtsmittel einlegen kann (Art. 6 VwVG). Aus dem oben Gesagten ergibt sich, dass der Parteibegriff im Verfahren vor der UEK enger definiert ist als im (allenfalls) nachfolgenden Verfahren vor der EBK. Diese im Vergleich zum Verfahren vor der EBK restriktivere Regelung der Parteistellung im Verfahren vor der UEK beurteilte das Bundesgericht im Entscheid i.S. Baumgartner Papier Holding SA vom 18. Februar 2003 als zulässig (BGE 129 II 183 Erw. 4.2). Nicht beurteilt hat das Bundesgericht hingegen die vorliegend zu entscheidende Frage, wer als befugt anzusehen sei, eine Empfehlung der UEK abzulehnen und sie damit zur Überprüfung im Rahmen eines verwaltungsrechtlichen Verfahrens durch die EBK zu bringen.

(30) Dabei ist einerseits von der in Art. 23 Abs. 3 BEHG und andererseits von der in Art. 6 VwVG getroffenen Regelung auszugehen: Gemäss Art. 23 Abs. 3 BEHG erlässt die UEK gegenüber den „Beteiligten“ Empfehlungen. „Beteiligte“ im Verfahren vor der UEK sind, wie vorstehend ausgeführt, jedoch nicht nur die Parteien i.S.v. Art. 53 UEV-UEK, sondern auch ein Intervenient i.S.v. Art. 54 UEV-UEK (vgl. Rolf H. Weber, Börsenrecht, Zürich 2001, Art. 23 Rz. 17 f.). Dementsprechend hörte die UEK die AEM an und eröffnete ihre Empfehlung VI richtigerweise nicht nur den Parteien i.S.v. Art. 53 UEV-UEK, sondern (wenn auch nur zur Kenntnisnahme) ebenfalls der AEM. Unter Berücksichtigung des offenen Wortlautes von Art. 23 Abs. 3 BEHG drängt es sich unter diesen Voraussetzungen aber auf, der AEM die Legitimation zur Ablehnung der Emp-



fehlung VI zuzusprechen. Dies überzeugt namentlich auch vor dem Hintergrund von Art. 6 VwVG, da AEM aufgrund ihrer Beteiligung von 5,76% an Atel fraglos durch eine Verfügung der EBK hinsichtlich der Rechtmässigkeit des öffentlichen Umtauschangebots auf Atel in ihren Rechten und Pflichten berührt würde und mithin in einem Verfahren der EBK Parteistellung hätte.

(31) Auch die vergleichsweise enge Definition der Parteistellung für das Verfahren vor der UEK (Art. 53 UEV-UEK) steht mit dieser Erkenntnis in Einklang: Das Verfahren vor der UEK bezweckt eine marktnahe und speditive Überprüfung der Übernahmeangebote und soll somit rasch und einfach sein (vgl. Art. 55 Abs. 2 UEV-UEK). Dies lässt die Einschränkung der Parteistellung bzw. die beschränkte Stellung des Minderheitsaktionärs als Intervenient im Verfahren vor der UEK als zweckmässig erscheinen. Es ist jedoch nicht einzusehen, weshalb ein Intervenient zwar im Verfahren vor der UEK gehört wird, ihm aber das Recht versagt sein soll, den jeweiligen Entscheid der UEK an die EBK weiterzuziehen. Dies steht im Widerspruch zu der im Art. 23 Abs. 3 BEHG verwendeten Formulierung der „Beteiligten“ als Empfehlungsadressaten.

(32) Werden somit Art. 5, Art. 53 und Art. 54 UEV-UEK im Kontext von Art. 23 BEHG und Art. 6 VwVG gelesen, so folgt hieraus, dass das Ablehnungsrecht i.S.v. Art. 23 Abs. 4 BEHG auch dem Intervenienten zugestanden werden muss. Auch der Intervenient kann somit innert fünf Börsentagen nach Erhalt einer Empfehlung diese ablehnen und damit das Übernahmeverfahren vor die EBK bringen.

(33) Somit ist AEM befugt, die Empfehlung VI abzulehnen. Dies hat sie mit Schreiben vom 18. April 2006 an die UEK frist- und formgerecht getan. Die EBK tritt deshalb auf die Ablehnung der Empfehlung VI durch AEM ein. Die AEM nimmt infolgedessen als Partei am Verwaltungsverfahren (Art. 1 ff. VwVG) der EBK teil.

2. Tauschangebot

(34) AEM begründet ihre Ablehnung der Empfehlung VI im Wesentlichen damit, dass vorliegend die Kombination eines Tauschangebots mit einem nachfolgenden „reverse merger“ die börsenrechtlichen Bestimmungen zum Pflichtangebot verletze. Der Markt für MC-Aktien sei illiquid, weshalb bei der Bewertung des Umtauschangebots ein entsprechender Illiquiditätsdiscount hätte berücksichtigt werden müssen. Dies sei entgegen der Bestimmung von Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK nicht geschehen. Die kurze Zeitspanne zwischen dem Vollzug des Umtauschs und der Genehmigung der Fusion (anlässlich der ausserordentlichen Generalversammlungen von Atel und Motor-Columbus) sowie der geringe „free float“ der MC-Aktien führe dazu, dass ein Verkauf von MC-Titeln auf dem Markt mit einem substantiellen Verlustrisiko verbunden sei. Behielten die Aktionäre hingegen die MC-Aktien, so erhielten sie aufgrund des „reverse merger“ wiederum Beteiligungen an Atel. Schliesslich sei festgehalten, dass die UBS ihre Beteiligung in Atel gegen bar veräussern konnte, weshalb auch das börsengesetzliche Gleichbehandlungsgebot nicht eingehalten wurde. Somit verletze das vorliegende Übernahme-



verfahren insbesondere das Ausstiegsrecht des Aktionärs wie auch die Mindestpreisbestimmungen, d.h. Art. 32 BEHG sowie Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK.

(35) Motor-Columbus macht im Wesentlichen das Folgende geltend: Art. 39 Abs. 1 BEHV-EBK sehe ausdrücklich vor, dass der Angebotspreis durch Barzahlung oder Tausch gegen Beteiligungspapiere geleistet werden könne, und zwar gemäss Art. 39 Abs. 2 BEHV-EBK auch dann, wenn ein vorausgegangener Erwerb gegen Barzahlung stattgefunden habe. Dabei lasse das schweizerische Übernahmerecht gemäss Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK sogar in denjenigen Fällen ein Tauschangebot zu, wenn die angebotenen Aktien nicht kotiert sind. Weiter führt Motor-Columbus aus, dass der primäre Zweck des Übernahmerechts nicht darin bestehe, den Minderheitsaktionären eine Ausstiegsmöglichkeit zu gewähren. Vielmehr bezwecke das Übernahmerecht bei einem Tauschangebot, Transparenz und Gleichbehandlung aller Aktionäre bei einem Kontrollwechsel zu gewährleisten und sicherzustellen, dass die Minderheitsaktionäre eine angemessene Gegenleistung für die angedienten Aktien erhalten, sei es in Geld oder in Beteiligungspapieren einer anderen Gesellschaft.

(36) Die UEK weist in ihrer Stellungnahme ebenfalls auf die Regelung von Art. 39 und Art. 42 BEHV-EBK hin. Weiter verweist die UEK auf ihre Praxis, wonach ein Titel dann als illiquid anzusehen sei, wenn er nicht wenigstens an 15 der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots gehandelt worden ist. Die MC-Aktien seien an 21 der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung des Angebots an Motor-Columbus gehandelt worden, und somit liquid. Infolgedessen sei auch das Argument von AEM unbehelflich, wonach der Verkauf der Titel über den Markt zu einem Kurssturz führen werde. Überdies sei AEM nicht gezwungen, ihre Beteiligung über die Börse zu verkaufen. Es sei durchaus üblich, einen solchen Verkauf indirekt mittels Platzierung als Paket abzuwickeln, um allfällige Kursverluste, die bei einem direkten Verkauf über die Börse entstehen können, zu vermeiden. Damit seien entgegen der Argumentation von AEM die Mindestpreisbestimmungen eingehalten und das Austrittsrecht i.S.v. Art. 32 BEHG gewahrt worden.

(37) Art. 39 BEHV-EBK gestattet, dass bei Durchführung eines öffentlichen Übernahmeangebots der Angebotspreis durch Tausch gegen Beteiligungspapiere geleistet wird (Art. 39 BEHV-EBK), wobei grundsätzlich auch nicht kotierte bzw. kotierte, aber illiquide Titel zum Tausch angeboten werden können (Art. 42 BEHV-EBK). Wie die UEK zu Recht ausführt, ist im Rahmen der Beurteilung der Zulässigkeit eines Angebots nicht der einzelne Transaktionsschritt massgeblich, sondern vielmehr eine Gesamtbetrachtung der Transaktion vorzunehmen (Empfehlung II, Erw. 1.2.1). Dabei ist jedoch stets zu beachten, dass die in Art. 32 BEHG statuierte Angebotspflicht nach dem ausdrücklichen Willen des Gesetzgebers den Schutz des Minderheitsaktionärs bezweckt: Diesem soll durch die Unterbreitung des Angebots eine Ausstiegsmöglichkeit geboten werden (vgl. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, S. 49 f.; Karl Hofstetter, Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 32 Rz. 2).



(38) Es ist somit zu prüfen, ob die Modalitäten der Gesamttransaktion das Ausstiegsrecht des Minderheitsaktionärs nach Art. 32 BEHG gewährleisten. Die Durchführung eines öffentlichen Angebots für Atel-Aktien hat auch im Rahmen der Regelung von Art. 37 ff. BEHV-EBK so zu erfolgen, dass ein Aktionär sein Ausstiegsrecht unter tatsächlicher Wahrung der Mindestpreisbestimmung von Art. 32 Abs. 4 BEHG ausüben kann. Zur Liquiditätspraxis der UEK ist festzustellen, dass sie zur Beantwortung der Frage dient, ob ein Angebot einer Bewertung i.S.v. Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK unterzogen werden muss, und sich somit letztlich auf eine andere Problemstellung bezieht als die vorliegend zu beurteilende.

(39) Hier ist dem Umstand Rechnung zu tragen, dass dem Tausch von Atel-Aktien in Motor-Columbus-Titel ein „reverse merger“ folgt, wobei den Motor-Columbus-Aktionären (wiederum) Atel-Aktien angeboten werden, und zwar basierend auf dem gleichen Umtauschschlüssel, der bereits im Rahmen des Pflichtangebots zur Anwendung kommt. Dabei beträgt die Zeitspanne gemäss indikativem Zeitplan zwischen dem Vollzug des Umtauschs (20. Juni 2006) und der Genehmigung der Fusion (7. Juli 2006) gerade mal 12 Börsentage. Der „free float“ in MC-Titeln nach erfolgtem Umtausch wird mit rund 18% beziffert, wovon über die Hälfte auf AEM allein entfallen.

(40) Damit wird AEM und anderen Minderheitsaktionären im Ergebnis die Möglichkeit genommen, ihr Ausstiegsrecht nach Art. 32 BEHG wahrzunehmen, ohne Gefahr zu laufen, allenfalls einen erheblichen Preisabschlag hinzunehmen, ob nun bei einem Verkauf über den Markt oder im Rahmen einer ausserbörslichen Platzierung. Infolgedessen entspricht das Umtauschangebot der Motor-Columbus vom 28. März 2006 nicht dem Börsengesetz.

3. Unabhängigkeit Ernst & Young

(41) AEM macht in ihrer Ablehnung unter Verweis auf die Empfehlung VII vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG geltend, die Unabhängigkeit der Prüfstelle, Ernst & Young, sei vorliegend nicht gegeben. Zusammengefasst moniert AEM, dass einerseits Ernst & Young die Revisionsstelle der Atel, der EOS Holding, der Motor-Columbus sowie der UBS AG sei, und dass andererseits Ernst & Young über die Tätigkeit als Revisionsstelle hinaus als Steuerberater („conseiller fiscal“) bzw. Buchhalter („Comptable“) zugunsten von Atel bzw. des Konsortiums tätig gewesen sei.

(42) Motor-Columbus beschränkt sich in ihrer Stellungnahme darauf, hinsichtlich der Unabhängigkeit der Revisionsstelle auf die an die UEK gerichteten Eingaben von Ernst & Young vom 3. und 6. April 2006 zu verweisen. In diesen Eingaben bejaht Ernst & Young ihre diesbezügliche Unabhängigkeit. Auch die UEK hält in ihrer Stellungnahme unter Verweis auf ihre konstante Praxis fest, dass die Unabhängigkeit der Prüfstelle vorliegend gegeben sei.

(43) Die EBK ist ebenfalls der Auffassung, wonach die Unabhängigkeit der Prüfstelle Ernst & Young vorliegend gegeben ist.



(44) Gemäss konstanter Praxis der UEK ist es zulässig, dass auch die gesetzliche Revisionsstelle der Zielgesellschaft oder des Anbieters Prüfstelle über dessen Angebot sein kann (vgl. Erläuterungen zum Entwurf der Übernahmeverordnung vom 22. Februar 1996, Rz. 41, sowie Empfehlung der UEK vom 7. April 2000 i.S. Big Star Holding AG, Erw. 5). Diese Praxis überzeugt nach wie vor und wird hiermit bestätigt. Dem von AEM zitierten Fall Saia-Burgess Holding AG lag ein anderer, in casu problematischer Sachverhalt zugrunde. Wie die UEK zu Recht festhält, gefährdet das gleichzeitige Erbringen von Dienstleistungen im Rahmen des Mandats als Revisionsstelle die Unabhängigkeit der Prüfstelle nicht, während das Erbringen weitergehender Dienstleistungen, wie beispielsweise die Durchführung von Bewertungen, nicht mit dem Mandat als Prüfstelle vereinbar ist. Weder aus den Ausführungen von Ernst & Young noch aus denen der UEK kann geschlossen werden, dass Ernst & Young vorliegend in Widerspruch zur bisherigen UEK-Praxis stehende Tätigkeiten vorgenommen haben könnte bzw. gar als Steuerberater oder Buchhalter der Atel bzw. des Konsortium tätig gewesen ist.

4. Suspendierung des laufenden Angebots

(45) AEM verlangt die Suspendierung des laufenden Angebots als vorsorgliche Massnahme bis zur definitiven Klärung der Gültigkeit des vorliegenden Übernahmeangebots. Hierzu macht AEM im Wesentlichen das Folgende geltend: An der Suspendierung bestehe ein Interesse des Marktes im Allgemeinen sowie der Minderheitsaktionäre im Besonderen. Markt und Minderheitsaktionäre hätten das Recht, darüber informiert zu werden, dass die Gesetzmässigkeit des Übernahmeangebots angefochten werde, bzw. nicht im irrtümlichen Glauben belassen zu werden, das Angebot könne gültig angenommen werden.

(46) Motor-Columbus macht hierzu zusammengefasst geltend, dass eine Suspendierung des laufenden Angebots nicht sachgerecht sei, weiter sei die EBK hierfür gar nicht zuständig. Ferner fehle es an der erforderlichen zeitlichen Dringlichkeit. Schliesslich sei kein schwerwiegender Nachteil ersichtlich, der durch die Suspendierung verhindert werden könne, wohingegen dem Konsortium, Atel und Motor-Columbus durch die Anordnung einer Suspendierung gerade ein solcher Nachteil erwachse.

(47) Die UEK erachtet ihrerseits den Antrag auf Suspendierung als unbegründet, nachdem es AEM nicht gelungen sei, neue Tatsachen oder Ausführungen darzulegen, welche die Empfehlung VI in einem anderen Licht erscheinen lasse. Das vorliegende Umtauschangebot entspreche vollumfänglich dem Börsengesetz, so dass keine Notwendigkeit für eine Suspendierung bestehe.

(48) Die Zulässigkeit der Suspendierung eines laufenden Angebots als vorsorgliche Massnahme ist namentlich davon abhängig zu machen, ob ein schwerwiegender Nachteil droht und zeitliche Dringlichkeit besteht (Alfred Kölz/Isabelle Häner, *Verwaltungsverfahren und Verwaltungsrechtspflege des Bundes*, Zürich 1998, R. 334). Im vorliegenden Verfahren entscheidet die EBK mittels anfechtbarer Verfügung während der laufenden Angebotsfrist. Damit ist die Anordnung einer Suspendierung des Angebots hin-



fällig. Weiter können diejenigen Atel-Aktionäre, die bereits das Umtauschangebot akzeptiert haben, gemäss Art. 26 BEHG auf ihre Andienung zurückkommen.

5. Kosten und Parteientschädigung

(49) Motor-Columbus beantragt, die Verfahrenskosten AEM aufzuerlegen, sowie dem Konsortium, Atel und Motor-Colmbus zulasten von AEM eine angemessene Parteientschädigung zuzusprechen.

(50) Der Ausgang des vorliegenden Verfahrens hat zur Konsequenz, dass Motor-Columbus zwei Drittel sowie AEM einen Drittel der Verfahrenskosten zu übernehmen haben. Im Übrigen wird von einer Parteientschädigung an Motor-Columbus abgesehen.

Aus diesen Gründen und in Anwendung der Art. 1, 2 Bst. e, 22 ff. und namentlich Art. 32 BEHG (SR 954.1), Art. 37 ff. BEHV-EBK (SR 954.193), Art. 1, 3, 5 und 53 ff. UEV-UEK (SR 954.195.1), Art. 4-6 des Reglements vom 20. November 1997 über die Eidg. Bankenkommision (R-EBK; SR 952.721) sowie Art. 11, 12 Abs. 1 Bst. e der Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidg. Bankenkommision (EBK-Gebührenverordnung, EBK-GebV; SR 611.014) hat die Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommision

verfügt:

1. Die Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommision bejaht die Befugnis der AEM S.p.A., Mailand, zur Ablehnung der Empfehlung VI vom 7. April 2006 der Übernahmekommision in Sachen Aare-Tessin AG für Elektrizität, Olten, und tritt auf die Ablehnung vom 18. April 2006 ein.
2. Das Umtauschangebot der Motor-Columbus AG, Baden, vom 28. März 2006 entspricht nicht dem Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel.
3. Die Unabhängigkeit von Ernst & Young als Prüfstelle ist gegeben.



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

4. Das Umtauschangebot der Motor-Columbus AG, Baden, vom 28. März 2006 wird nicht suspendiert.
5. Die Verfahrenskosten belaufen sich auf CHF 30'000.--. Hiervon werden CHF 20'000.-- Motor-Columbus AG, Baden, und CHF 10'000.-- AEM S.p.A., Mailand, auferlegt. Sie werden mit separater Post in Rechnung gestellt und sind innert 30 Tagen nach Eintritt der Rechtskraft zu überweisen.
6. Parteientschädigungen werden keine gesprochen.

ÜBERNAHMEKAMMER DER EIDG. BANKENKOMMISSION

Prof. Luc Thévenoz
Präsident ad hoc

Franz Stirnimann
Vizedirektor