

Per E-Mail (thomas.hess@ebk.admin.ch)

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

4. August 2008

N | CRF | FINMA | 000008.DOCX

Dr. iur. Hansjürg Appenzeller
Rechtsanwalt

lic. iur. Fabienne Crisovan
Rechtsanwältin

Stellungnahme zu den Revisionsentwürfen BEHV-FINMA und UEV

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 20. Juni 2008 hat die Eidgenössische Bankenkommission (**EBK**) interessierte Kreise eingeladen, zur geplanten Revision der Verordnung der EBK über die Börsen und den Effektenhandel (neu Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel, **BEHV-FINMA**, vormals **BEHV-EBK**) sowie der Verordnung der Übernahmekommission (**Übernahmekommission** oder **UEK**) über öffentliche Kaufangebote (**Übernahmeverordnung** oder **UEV**, vormals **UEV-UEK**) Stellung zu nehmen.

Die Anwaltskanzlei Homburger AG reicht hiermit eine Stellungnahme zu den Revisionsvorschlägen, soweit sie übernahmerechtliche Fragen betreffen, ein, die von Hansjürg Appenzeller und Fabienne Crisovan verfasst wurde.

Unsere Stellungnahme gliedert sich wie folgt:

Homburger AG
Weinbergstrasse 56 | 58
CH-8006 Zürich
Postfach 194 | CH-8042 Zürich
Telefon +41 43 222 10 00
Fax +41 43 222 15 00
hansjuerg.appenzeller@homburger.ch
fabienne.crisovan@homburger.ch

I. Vorbemerkungen	3
II. Bemerkungen zu den einzelnen Artikeln	6
A. Revisionsvorschläge zur BEHV-FINMA.....	6
1. 4. Kapitel – Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes (Art. 24 – 43 BEHV-FINMA).....	6
2. Art. 14 Abs. 1 ^{bis} BEHV-FINMA – Weitere meldepflichtige Tatbestände	7
3. Art. 29 BEHV-FINMA – Gegenstand des Pflichtangebotes	9
4. Art. 39 BEHV-FINMA – Abgeltung des Angebotspreises	11
5. Art.50 BEHV-FINMA – Inkrafttreten	13
B. Revisionsvorschläge zur UEV	13
1. Art. 1 UEV – Zweck.....	13
2. Art. 2 UEV – Definitionen	13
3. Art. 3 UEV – Verfügungen.....	14
4. Art. 4 UEV – Ausnahmen	15
5. Art. 5 UEV – Grundsatz und Inhalt.....	16
6. Art. 6 – Veröffentlichung.....	17
7. Art. 7 UEV – Wirkungen	17
8. Art. 8 UEV – Massgeblicher Zeitpunkt	19
9. Art. 9 UEV – Gleichbehandlungsgrundsatz	20
10. Art. 10 UEV – <i>Best Price Rule</i>	21
11. Art. 13 UEV – Bedingungen	21
12. Art. 14 – Dauer des Angebots.....	23
13. Art. 16 – Rücktrittsfrist bei untersagtem Angebot	25
14. Art. 17 UEV – Grundsätze.....	26
15. Art. 18 UEV – Veröffentlichung des Angebotes	26
16. Art. 19 UEV – Angaben über den Anbieter	28
17. Art. 20 UEV – Angaben über die Finanzierung des Angebots.....	28
18. Art. 24 UEV – Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten	29
19. Art. 29 UEV – Grundsätze.....	30
20. Art. 32 UEV – Veröffentlichung des Berichtes	31
21. Art. 35 UEV – Gesetzwidrige Abwehrmassnahmen	32
22. Art. 43 UEV – Veröffentlichung des Zwischenergebnisses Art. 46 UEV – Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses.....	33
23. Art. 49 UEV – Konkurrierendes Angebot	33
24. Aufhebung von Art. 57 UEV-UEK – Auskünfte	33
25. Art. 60 Abs. 2 UEV – Vorgängige Prüfung des Angebotes.....	34
26. Art. 64 UEV – Einsprache	35
27. Art. 68 UEV – Inkrafttreten	36

I. Vorbemerkungen

Aus Gründen der Verfahrenseffizienz begrüssen wir die Behördenreorganisation und neue Verfahrensordnung der UEK. Wir sind überzeugt, dass sich das vereinfachte Verfahren und die Verfügungskompetenz der UEK positiv auf die Verfahrensführung sowie Übernahmepraxis auswirken werden.

Die Rechtssicherheit und -klarheit gebieten es aber unseres Erachtens, dass gewisse Teilaspekte in den Vorlagen geändert oder an die bisherigen, bewährten Verfahrensgrundsätze angepasst werden. Dazu gehören insbesondere folgende Punkte:

- (i) Mit Einführung der Verfügungskompetenz der UEK und der damit einhergehenden Aufwertung ihrer Stellung besteht kein Grund mehr, die Kompetenz zum Erlass der Ausführungsbestimmungen zum Übernahmerecht auf die FINMA und die UEK aufzuteilen. Die FINMA fungiert inskünftig nurmehr als Oberaufsichtsbehörde der UEK bzw. als Beschwerdeinstanz zu Verfügungen der UEK¹. Dieses Konzept der Behördenreorganisation liegt auch den Änderungen in Art. 32 Abs. 2 Einleitungssatz und Abs. 7 nBEHG zugrunde (vgl. auch Kompetenzen der UEK gemäss Art. 28 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, **Börsengesetz** oder **BEHG**). Es wäre daher sinnvoll, wenn sämtliche übernahmerechtlichen Ausführungsbestimmungen – entgegen der Erlasskompetenz nach Art. 32 Abs. 6 BEHG – von der UEK als Fachbehörde selbst erlassen würden. Aufgrund der Botschaft zur FINMAG ist unklar, ob die Nicht-Anpassung von Art. 32 Abs. 6 BEHG ein gesetzgeberisches Versehen ist. Es ist zu bedauern, dass im Rahmen der Revision die Verordnungskompetenz in übernahmerechtlichen Belangen nicht der UEK (sub-)delegiert wurde (vgl. dazu Ziff. II.A.1).
- (ii) Das Institut der Auskunft nach Art. 57 UEV-UEK soll gemäss Revisionsvorschlag vollständig abgeschafft werden. Dies wäre aus Sicht des beratenden Anwaltes zu bedauern. Dieses Institut hat sich in der langjährigen Praxis sehr bewährt. Es besteht ein praktisches Bedürfnis, über abstrakte Rechtsfragen eine bindende Auskunft der UEK und somit Rechtssicherheit zu erhalten. Diese Rechtssicherheit dient allen Marktteilnehmern. Potentielle Anbieter oder Zielgesellschaften können ihre Pläne sowie ihr Verhalten bereits in einer Frühphase der Transaktion an die übernahmerechtlichen Vorgaben und Praxis der UEK ausrichten, die sich oft auch ausserhalb der

¹ Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 1. Februar 2006 (**BOTSCHAFT FINMAG**), BBl 2006, 2904 f.

veröffentlichten Entscheide fortentwickelt (zu denken ist vor allem an die informellen Gespräche und Vorentscheide der UEK in laufenden Übernahmeverfahren). Es ist niemandem gedient, wenn abschlägige Verfügungen der UEK erfolgen. Voraussehbarkeit der Entscheide fördert die Qualität des Übernahmeverfahrens sowie das Vertrauen der Marktteilnehmer in die UEK und stärkt somit ihre Glaubwürdigkeit. Letzten Endes wird durch die Rechtssicherheit gesetzeskonformes Handeln gewährleistet, was wiederum der Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes dienlich ist (vgl. Art. 1 BEHG). Das Argument, wonach dadurch das rechtliche Gehör der potentiellen Parteien verletzt werden könnte, ist nicht stichhaltig. Mit dem Einspracheverfahren (vgl. 64 UEV), das den nicht am Verfahren Beteiligten zur Verfügung steht, kann das rechtliche Gehör nachträglich gesichert werden. Unverbindliche Auskünfte des Sekretariates (Art. 53 Abs. 4 UEV) sind zwar in gewissen Konstellationen hilfreich, ersetzen aber nicht den Verdienst der verbindlichen Auskünfte. Da bereits unter Art. 57 Abs. 2 UEV-UEK ein berechtigtes Interesse an bindenden Auskünften nachgewiesen werden musste, sollte dieses Institut auch weiterhin in berechtigten Fällen zur Verfügung stehen (vgl. dazu Ziff. II.B.24).

- (iii) Die Aufteilung der Definitionen in "*Beteiligungspapiere*" und "*Finanzinstrumente*" führt zu Unklarheiten und scheint im Revisionsvorschlag nicht vollständig durchgesetzt worden zu sein. Es wäre daher sinnvoll, den Begriff der Finanzinstrumente unter dem Oberbegriff Beteiligungspapiere zu subsumieren (vgl. dazu Ziff. II.B.2). Sodann scheint es vor dem Hintergrund des Entwurfes für ein Bundesgesetz über Bucheffekten, das voraussichtlich Mitte 2009 in Kraft treten wird, sowie des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange (vgl. "*Beteiligungsrechte*") überholt zu sein, noch von "*Papieren*" zu besprechen. Da das BEHG diese Terminologie weiterhin verwendet, ist es wohl zu früh – obwohl praxisgerechter –, eine andere Terminologie in der BEHV-FINMA und UEV einzuführen.

Die UEV beinhaltet sodann zahlreiche Änderungen, welche nicht im direkten Zusammenhang mit der Behördenreorganisation stehen, sondern Verbesserungen des geltenden Übernahmerechtes darstellen. Die FINMA und die UEK sollten diese Gelegenheit ergreifen, auch weitere Unzulänglichkeiten, Ineffizienzen oder überholte Anforderungen zu beseitigen, die in unserer Beratung regelmässig schwierige Fragen aufwerfen oder Friktionen bzw. unnötige Kosten verursachen. In diese Kategorie fallen folgende Eigenheiten des schweizerischen Übernahmeverfahrensrechts:

- (a) Sämtliche Publikationen zu einem Angebot werden mehrfach veröffentlicht. Insbesondere die Publikation der Angebotsdokumente in voller Länge in den Printmedien erweist sich als kostenintensiv und aufwändig, ist aber von geringem praktischem Nutzen. Angebotsempfänger nehmen in erster Linie durch ihre Depotbanken Kenntnis von einem Angebot oder aber von der Verbreitung von Informationen durch die Publikation via elektronische Medien (die dann notabene von den Zeitungen selbst aufgegriffen und teilweise veröffentlicht werden). Die oft mehrseitigen Zeitungsinserate werden vom breiten Publikum in der Regel überblättert und sind durch ihr Format benutzerfeindlich und wenig leserlich. Da mit Bezug auf Kotierungsprospekte bereits bewährte Regelungen zur Publikation von Prospekten bestehen, bietet sich an, analog zu den Kotierungsinseraten nur kurze Angebotsinserate mit den wesentlichen Eckdaten des Angebotes sowie dem Hinweis auf die Bezugsmöglichkeiten des vollständigen Prospekts in den Zeitungen zu publizieren. Solche Inserate wären viel mehr dazu geeignet, die Aufmerksamkeit von Angebotsempfängern auf sich zu ziehen und wären der Effizienz dienlich. Der übernahmerechtliche Grundsatz der Transparenz wäre dadurch nicht beeinträchtigt, ist doch auch das Kotierungsrecht diesem Grundsatz verpflichtet (vgl. Art. 1 des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange, **KR**, und Art. 1 BEHG) (vgl. dazu Ziff. II.B.15).
- (b) Ähnliche Überlegungen gelten zur Veröffentlichung der Zwischen- und Endergebnisse in Zeitungen. Spätestens vier Börsentage nach Ablauf der entsprechenden Frist werden diese Ergebnisse mittels Inserat in den Printmedien veröffentlicht. Dies, nachdem diese Ergebnisse schon in den elektronischen Medien provisorisch bekannt gegeben und die entsprechenden Meldungen von den Zeitungen wiedergegeben wurden, bevor dann die Ergebnisinserate der Anbieter in den Zeitungen erfolgen. Diese vielschichtigen Informationsquellen sind irreführend und überflüssig. Irreführend, weil das breite Publikum oft nicht zwischen den provisorischen und endgültigen Ergebnissen unterscheiden bzw. diese Formalität nicht auseinander halten kann. Überflüssig sind diese Inserate, weil die professionellen Marktteilnehmer die Informationen in den elektronischen Medien verarbeiten und nicht auf die Inserate abstellen. Deshalb schlagen wir vor, dass die endgültigen Zwischen- und Endergebnisse nicht in den Printmedien veröffentlicht, sondern lediglich auf der Website der Übernahmekommission aufgeschaltet werden müssen (vgl. dazu Ziff. II.B.22).
- (c) Aus der Sicht von Marktteilnehmern wäre es wünschenswert gewesen, wenn der Revisionsvorschlag die parallele Meldepflicht gemäss BEHV-

FINMA und gemäss UEV während eines laufenden Angebotes explizit ausgeschlossen hätte, anstelle eine solche explizit zu statuieren. Die unterschiedlichen Regelungen mit Bezug auf die Entstehung der Meldepflicht, Fristen und Publikationsorgane führen zwangsläufig zu widersprüchlichen Publikationen bezüglich Transaktionen in Beteiligungspapieren während eines laufenden Angebotes, was den Zwecken der Transparenz und Marktinformation zuwiderläuft (vgl. dazu Ziff. II.A.2).

Die vorliegende Stellungnahme erfolgt artikelweise, zuerst zur BEHV-FINMA und danach zur Übernahmeverordnung. Innerhalb eines Artikels setzen wir uns jeweils mit den Revisionsvorschlägen auseinander und begründen unsere Änderungs- und Ergänzungsvorschläge. Im Anschluss an die Begründung finden Sie unseren Textvorschlag, wobei Abweichungen zum Revisionsvorschlag markiert sind. Zusätzlich finden Sie der besseren Übersichtlichkeit halber in der Beilage die synoptische Darstellung der Entwürfe zur BEHV-FINMA und zur UEV, in dem unsere Ergänzungs- und Änderungsvorschläge ebenfalls markiert in den Verordnungstext eingearbeitet sind.

II. Bemerkungen zu den einzelnen Artikeln

A. Revisionsvorschläge zur BEHV-FINMA

1. 4. Kapitel – Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes (Art. 24 – 43 BEHV-FINMA)

Mit der Einführung der FINMA erfolgt auch eine Revision der Behördenorganisation im Übernahmewesen. Die Übernahmekommission wurde ursprünglich als Fachinstanz geschaffen, damit ein rasch handlungsfähiges und sachkompetentes Gremium die Einhaltung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote beurteilen und diesbezüglich Empfehlungen erlassen kann (Art. 23 BEHG)². Als reines Fachgremium hatte die Übernahmekommission allein die Kompetenz Empfehlungen zu erlassen, die von der EBK als Aufsichtsbehörde entweder von Amtes wegen oder aufgrund einer Anfechtung oder Missachtung einer Empfehlung durch eine Partei überprüft werden konnte. Die EBK sollte aber nur bei offensichtlichen Mängeln einschreiten und im Grundsatz der besonderen Fachkompetenz der Übernahmekommission als Fachbehörde Folge leisten³. In der Praxis hat sich die Übernahmekommission als eigentliche erste Instanz etabliert,

² Vgl. MYRIAM SENN, Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz: Entstehung - Rechtsnatur - Organisation - Ausblick, in: AJP 1997, S. 1177 und S. 1184.

³ CHRISTIAN KÖPFLI, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 268; SENN, a.a.O., S. 1183.

deren Empfehlungen weitreichend Akzeptanz geniessen und nicht leichtfertig angefochten werden.

Im Rahmen der Behördenreorganisation im Übernahmewesen wird dieser Stellung Rechnung getragen und die Übernahmekommission wird als erste Instanz und Verfügungsbehörde aufgewertet. Der FINMA wird nicht in dem Masse die Aufsichtsfunktion über die Übernahmekommission zukommen wie der EBK, sondern sie wird nur als Oberaufsicht und zweite Instanz in Übernahmefragen fungieren, ohne von Amtes wegen ins Übernahmeverfahren eingreifen zu können. Das ist förderlich für ein speditives Verfahren und dient der Rechtssicherheit.

Als Folge dieser Behördenreorganisation wäre eine logische Konsequenz gewesen, dass die Übernahmekommission als Fachbehörde alleinige Kompetenz hat, in übernahmerechtlichen Angelegenheiten Ausführungsbestimmungen zu erlassen (vgl. die Ausführungen unter Ziff. I.(i)). Es ist zu bedauern, dass der Gesetzgeber die Verordnungskompetenz zu übernahmerechtlichen Angelegenheiten nicht vollständig der Übernahmekommission eingeräumt hat, damit Kapitel 4 der BEHV-FINMA (Art. 24 – 43 BEHV-FINMA) vollständig in die Übernahmeverordnung integriert werden könnte.

2. Art. 14 Abs. 1^{bis} BEHV-FINMA – Weitere meldepflichtige Tatbestände

Die parallele Meldepflicht gemäss BEHV-FINMA und gemäss UEV führt aufgrund der unterschiedlichen Regelungen mit Bezug auf die Entstehung der Meldepflicht, Fristen und Publikationsorgane zwangsläufig zu widersprüchlichen Veröffentlichungen von Transaktionen in Beteiligungspapieren während eines laufenden Angebotes, was den Zwecken der Transparenz und Marktinformation zuwiderläuft.

Insbesondere vor dem Hintergrund der Revisionsvorschläge gemäss UEV bezüglich Meldung und Veröffentlichung von Transaktionen während eines laufenden Angebotes besteht kein Anlass zur Weiterführung der Meldepflichten gemäss BEHV-FINMA:

- Während eines laufenden Angebots besteht eine Meldepflicht des Anbieters sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen für jegliche Art von Transaktion in Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten der Zielgesellschaft (Art. 37 UEV).
- Die Meldung ist an die Übernahmekommission sowie an die Offenlegungsstelle zu richten (Art. 37 Abs. 1 UEV, Art. 41 UEV).

- Die Übernahmekommission publiziert die gemeldeten Transaktionen auf ihrer Website (Art. 42 UEV).
- Art. 9 – 36a BEHV-FINMA sind sinngemäss auf die Meldepflichten im Übernahmeverfahren anwendbar (Art. 39 UEV).
- Nach Ablauf der Angebotsfrist ist das Zwischenergebnis (Art. 43 UEV) und nach Ablauf der Nachfrist das Endergebnis (Art. 46 UEV) zu publizieren, welche die Gesamtzahl der gehaltenen bzw. erworbenen Beteiligungspapiere nochmals zusammenfassen.

Die Meldepflichten gemäss Übernahmeverordnung gehen somit wesentlich weiter als die Meldepflichten nach BEHV-FINMA. Eine parallele Meldepflicht nach Übernahmeverordnung und BEHV-FINMA würde somit zu unnötigen Doppelspurigkeiten und Mehraufwand führen, ohne dass ein Vorteil der Marktteilnehmer dafür ersichtlich wäre. Im Gegenteil ist es für den Marktteilnehmer verwirrend, wenn einerseits sämtliche Transaktionen laufend zeitnah gemeldet und publiziert werden und andererseits ausschliesslich bei Überschreitung der entsprechenden Schwellenwerte eine Meldung nach BEHV-FINMA erfolgen würde, die jedoch erst vier Börsentage nach Entstehen der Meldepflicht vorgenommen und nach zwei weiteren Börsentagen veröffentlicht werden muss. Darüber hinaus erfolgt im Rahmen des öffentlichen Angebots die Publikation des Zwischenergebnisses und des Endergebnisses.

Da die Übernahmeverordnung eine klare und konsistente Meldepflicht sowie Publikation von Transaktionen in Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten vorsieht und die Offenlegungsstelle gleichzeitig mit der Übernahmekommission über Transaktionen informiert wird, schlagen wir vor, dass während der Dauer eines öffentlichen Angebotes die Meldepflichten des Anbieters nach BEHV-FINMA durch die Meldepflichten gemäss Übernahmeverordnung abgelöst werden:

¹bis *Während der Dauer des Übernahmeverfahrens, d.h. von der Veröffentlichung der Voranmeldung beziehungsweise des Angebots (Art. [●] UEV) bis zum Ende der Nachfrist (Art. [●] UEV), gelten für den Anbieter sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnden Personen ausschliesslich die Meldepflichten gemäss Art. [●] bis [●] UEV~~bestehen die Meldepflichten für den Anbieter sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnden Personen gegenüber den Offenlegungsstellen.~~"*

3. Art. 29 BEHV-FINMA – Gegenstand des Pflichtangebotes

a) Anwendungsbereich

Die herrschende Lehre und Praxis gehen davon aus (*e contrario* aus Art. 29 Abs. 2 BEHV-EBK *in fine*), dass ein Pflichtangebot nur Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine, jedoch nicht Optionsrechte bzw. Finanzinstrumente (vgl. Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK) umfasst⁴.

Werden die einschlägigen Bestimmungen (Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK bzw. Art. 32 Abs. 1 BEHG) indes historisch sowie grammatikalisch und systematisch ausgelegt, müsste sich ein Pflichtangebot auf alle Arten von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft erstrecken, einschliesslich kotierter Finanzinstrumente, deren Preis von den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft abgeleitet wird und die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen:

- Der Gesetzgeber hat unter dem Begriff "*Beteiligungspapiere*" auch Wandel- und Optionsrechte verstanden⁵.
- Gemäss Art. 2 lit. e BEHG sind Finanzinstrumente auch als "*Beteiligungspapiere*" zu bezeichnen⁶.
- In gewissen Konstellationen kann auch der Erwerb von Optionen die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebotes auslösen⁷.
- Zu berücksichtigen ist auch Art. 33 BEHG, der die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere regelt. Gegenstand der Kraftloserklärung sind nach herrschender Praxis und Lehre insbesondere auch die Wandel- und Optionsrechte⁸.

Aber auch die *ratio legis* von Art. 32 BEHG ergibt, dass sich ein Pflichtangebot auf kotierte Finanzinstrumente erstrecken müsste. Mit dem Pflichtangebot wird den Minderheitsaktionären die Möglichkeit gegeben, sich gegen allfällige Änderungen in der Unternehmenspolitik durch eine neue Aktionärsgruppe zu schützen. Gleich wie die Aktionäre sind die Inhaber von Wandel-, Erwerbs- und Ver-

⁴ KARL HOFSTETTER | EVELYN HEUBERGER, Basler Kommentar zum Börsengesetz (**BSK BEHG**), Rolf Watter und Nedim Peter Vogt, Basel 2007, Art. 32 N 101; RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, S. 372; CHRISTIAN MEIER-SCHATZ | URS GASSER, Analyse der Praxis der Übernahmekommission, in Weber Rolf H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 139 – 228, S. 175 f.

⁵ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993 (Sonderdruck) (**BOTSCHAFT BEHG**), S. 30 (Ziff. 212.4).

⁶ RUDOLF TSCHÄNI | JACQUES IFFLAND | HANS-JAKOB DIEM, BSK BEHG, Art. 2 lit. e N 5.

⁷ Empfehlung II der UEK vom 31. Oktober 2006 in Sachen *Saurer AG – Angebotsprospekt*, E. 3.2.5.

⁸ CORRADO RAMPINI | MATTHEW REITER, BSK BEHG, Art. 33 N 17.

äusserungsrechten im Falle eines Kontrollwechsels dem möglichen Missbrauch der Mehrheitsaktionäre ausgesetzt. Zudem sind sie wirtschaftlich betroffen: Nicht nur kann sich dadurch das Geschäfts- und Kreditrisiko der Zielgesellschaft ändern (z.B. bei einem *leverage buy-out*), sondern auch die Markt-Liquidität der Aktien, auf die sich die Optionsrechte beziehen, und somit der Wert dieser Rechte. Aus diesem Grund ist der Schutz der Inhaber von Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechten ebenfalls geboten. Dies um so mehr, als nur damit eine Gleichbehandlung der Anleger erreicht werden kann (vgl. Art. 1 BEHG).

b) Textvorschlag und Konsequenzen

Aus diesen Gründen scheint uns eine Ausdehnung des Pflichtangebotes auf Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte zum Schutz von Inhabern von Anleiheobligationen geboten. Deshalb ist unseres Erachtens Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK wie folgt zu ergänzen:

"Das Pflichtangebot hat sich auf alle Arten von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft (einschliesslich kotierte Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet und die eine Realerfüllung vorsehen) zu erstrecken."

Aus gesetzgeberischer Sicht stellen sich bei dieser Lösung folgende Fragen:

- (i) Was ist Gegenstand des Pflichtangebotes, wenn es sich auf Wandel-, Optionsanleihen oder "*Mandatory Convertible Securities*" erstreckt?

Bei Optionsanleihen lassen sich die Fremdkapital- und Eigenkapitalelemente trennen. Demnach müsste sich ein Pflichtangebot auf die Optionsrechte, jedoch nicht auf die Anleihe selbst, erstrecken.

Bei Wandelanleihen und "*Mandatory Convertible Securities*" lässt sich die Frage nicht einfach beantworten, da die Wandelrechte untrennbar mit der Anleihe verbunden sind, also nicht separat übertragen werden können. Aus praktischen Überlegungen muss sich das öffentliche Kaufangebot auf die Wandelanleihe und "*Mandatory Convertible Securities*" selbst beziehen⁹.

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

⁹ vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2001 in Sachen *Sulzer Capital B.V.*, E.3.

Oft werden Finanzinstrumente von schweizerischen Publikumsge-
sellschaften aus steuerlichen Gründen durch ausländische Finanzvehikel
ausgegeben. Emittent ist dann die ausländische Finanzgesellschaft.
Gleichwohl sind die Regeln des schweizerischen Übernahmerechtes an-
wendbar, da solche Anleihen ein Optionsrecht auf Beteiligungspapiere, die
an einer schweizerischen Börse kotiert sind, vorsehen und selbst an der
Schweizer Börse kotiert werden. Damit erfüllen sie die Voraussetzung ei-
nes Beteiligungspapiers im Sinne des Börsengesetzes¹⁰.

- (iii) Wie verhält es sich mit Finanzinstrumenten, welche in an einer Schweizer
Börse kotierte Beteiligungspapiere wandelbar sind, jedoch an einer ausländi-
schen Börse (z.B. Luxemburg) kotiert sind¹¹?

Gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG muss sich das Pflichtangebot auf alle kotier-
ten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erstrecken. Dabei spielt es
keine Rolle, ob die Finanzinstrumente an einer ausländischen Börse kotiert
sind. Vielmehr ist entscheidend, dass diesen Finanzinstrumenten in der
Regel Aktien aus bedingtem Kapital oder eigene Aktien unterliegen, die ih-
rerseits an einer schweizerischen Börse kotiert sind. Sodann gelten bei
diesen "quasi"-ausländischen Instrumenten die gleichen Überlegungen wie
bei in der Schweiz kotierten Finanzinstrumenten.

4. Art. 39 BEHV-FINMA – Abgeltung des Angebotspreises

Die vorgeschlagenen Art. 39 Abs. 2 und 3 BEHV-EBK stehen der bewährten
Praxis der Übernahmekommission und der liberalen Wirtschaftsordnung entge-
gen¹². Dem Aktionär soll im Falle eines Pflichtangebotes kein grundsätzliches
Ausstiegsrecht zustehen. Soweit die Mindestpreisbestimmungen sowie die In-
formationspflichten eingehalten werden, sind der Minderheitsaktionär sowie sei-
ne wirtschaftlichen Interessen ausreichend geschützt und gegenüber einem Ba-
rangebot nicht schlechter gestellt. Ein Minderheitsaktionär ist ein mündiger Fi-
nanzinvestor, der die Risiken des Kapitalmarktes für seine Investitionen abschät-
zen, aber nach einem Kauf von kotierten Titeln auch tragen und gewisse Pflich-
ten (z.B. Meldepflichten) erfüllen muss. Ordnungspolitisch wäre eine liberale Re-

¹⁰ Empfehlung der UEK vom 13. Juni 2001 in Sachen *Sulzer Capital B.V.*, E.1.

¹¹ vgl. z.B. 0%-Wandelanleihe 2002 - 2007 der *Holcim Capital Corporation Ltd.*, unbedingt und
unwiderruflich garantiert durch *Holcim Ltd.*, im Betrag von USD 615,865,000, die an der Lu-
xembourg Stock Exchange kotiert wurde, wobei die Aktien aus dem bedingten Kapital, wel-
che dieser Wandelanleihe unterliegen, an der SWX Swiss Exchange kotiert und zum Han-
del an der virt-x zugelassen wurden.

¹² Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, E. 37f.;
Empfehlung der UEK vom 4. Februar 2002 in Sachen *Netstal-Maschinen AG*, Erw. 3.2;
Empfehlung der UEK vom 17. September 2002 in Sachen *Schweizerische Lebensversiche-
rungs- und Rentenanstalt*, Erw. 5.

gelung sodann wünschenswert. Nur mit einer liberalen Ordnung wird der schweizerische Finanzplatz international gestärkt. Im Übrigen soll das Übernahmerecht neutral ausgestaltet sein, also öffentliche Angebote weder fördern noch verhindern.

Deshalb schlagen wir folgenden Wortlaut vor:

"² Erfolgte der das Pflichtangebot auslösende Erwerb von Beteiligungspapieren vollständig oder teilweise gegen Barzahlung, so kann der Angebotspreis trotzdem durch Tausch geleistet werden, ~~sofern den Inhabern von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft alternativ eine Barzahlung angeboten wird.~~"

Zudem sollte es möglich sein, dass ein Anbieter den Angebotspreis mit Effekten begleicht, die erst auf den Vollzug des Angebotes hin neu ausgegeben und kotiert werden. Andernfalls wären Tauschangebote von Gesellschaften, deren Aktien im Hinblick auf den Vollzug des Angebotes neu geschaffen werden, nicht mehr möglich. Dies trifft vor allem zu bei der Einführung einer Holdingstruktur mittels eines Tauschangebotes¹³ und bei Tauschangeboten, bei denen die Zielgesellschaft und der Anbieter in einer neuen Gesellschaft aufgehen¹⁴. Ebenso verunmöglicht wären Angebote, die einen Baranteil und/oder Effekten in Form von kotierten bzw. handelbaren Obligationen (z.B. Finanzinstrumente, welche Darlehen verkörpern und/oder in Beteiligungsrechte des Anbieters wandelbar sind) oder Fondsanteile vorsehen¹⁵.

Wir schlagen daher folgenden Wortlaut vor, welcher auch der bisherigen Praxis entspricht:

"³ Der Tausch gegen nicht kotierte oder nicht regelmässig gehandelte Effekten ist zulässig, ~~sofern den Inhabern der Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft alternativ eine Barzahlung angeboten wird.~~"

¹³ vgl. z.B. Empfehlungen der UEK vom 15. Januar 2003 in Sachen *Gétaz Romang Holding SA*, vom 17. September 2002 in Sachen *Swiss Life Holding* und vom 26. März 1999 in Sachen *ABB AG*.

¹⁴ vgl. Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2008 in Sachen *Hiestand Holding AG*. E. 2.2(4).

¹⁵ vgl. Empfehlung der UEK vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG*, Erw. 1.1.

5. Art.50 BEHV-FINMA – Inkrafttreten

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

"Diese Verordnung tritt am 1. Januar 2009 in Kraft. Die revidierte Verordnung gilt für alle öffentlichen Kaufangebote sowie Transaktionen in Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten, die nach deren Inkrafttreten veröffentlicht bzw. getätigt werden."

B. Revisionsvorschläge zur UEV

1. Art. 1 UEV – Zweck

Das Übernahmerecht bezweckt, die Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes sowie die Lauterkeit und Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger sicherzustellen (Art. 1 BEHG, Art. 28 lit. c BEHG, Art. 1 UEV-UEK)¹⁶. Diese Ziele wurden auch im Zweckartikel des Finanzmarktaufsichtsgesetzes reflektiert (Art. 5 FINMAG). In Einklang mit Art. 1 BEHG und Art. 5 FINMAG ist der Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte auch in Art. 1 UEV explizit zu erwähnen.

Art. 1 UEV sollte demnach wie folgt lauten:

"Diese Verordnung regelt, wie die Lauterkeit und die Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger und die Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes sichergestellt werden."

2. Art. 2 UEV – Definitionen

Mit der Einführung von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG wird nun im Börsengesetz formell zwischen "Beteiligungspapiere" und "Finanzinstrumente" unterschieden. Es fehlt jedoch nach wie vor eine klare Abgrenzung bzw. Definition der zwei Begriffe und entsprechend konsequente Verwendung im Börsengesetz¹⁷. Während in Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG zwischen Finanzinstrumenten und Beteiligungspapieren unterschieden wird, umfasst die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere

¹⁶ statt vieler SONJA BLAAS | JÉRÔME BARRAUD, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: SZW 2008 S. 335 – 349, S. 347.

¹⁷ TSCHÄNI | IFFLAND | DIEM, a.a.O., Art. 2 lit. e N 5.

gemäss Art. 33 BEHG auch Wandel- und Optionsrechte, also Finanzinstrumente¹⁸.

In der Folge wird auch im Revisionsvorschlag die Unterscheidung in der Definition in Art. 2 UEV eingeführt, aber nachfolgend nicht konsequent durchgesetzt (vgl. nachfolgend Kommentare zu Art. 9 und 10 UEV). Gerade in übernahmerechtlichen Belangen wäre sinngemäss der Begriff der Finanzinstrumente unter dem Oberbegriff Beteiligungspapiere zu subsumieren, wie es die Übernahmeverordnung bis anhin in Art. 2 UEV-UEK vorsah. Übernahmerechtlich lässt sich nicht rechtfertigen, dass Finanzinstrumente, welche ein Recht oder eine Pflicht zum Erwerb von Aktien verschaffen, anders zu behandeln sind als Aktien oder gar Partizipations- oder Genussscheine, welche in keinem Fall Stimmrechte (und damit Kontrollmöglichkeiten) verschaffen.

Sodann scheint es vor dem Hintergrund des Entwurfes für ein Bundesgesetz über Bucheffekten, das voraussichtlich Mitte 2009 in Kraft treten wird, sowie des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange (vgl. "Beteiligungsrechte") überholt zu sein, noch von "Papieren" zu besprechen. In Analogie zum Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange scheint der Begriff "Beteiligungsrechte" angemessener zu sein¹⁹.

Da das BEHG die vorgenannte Terminologie weiterhin verwendet, ist es wohl zu früh – obwohl praxisgerechter –, eine andere Terminologie in der BEHV-FINMA und UEV einzuführen. Es wäre jedoch wünschenswert, wenn im Rahmen einer Revision des BEHG die Terminologie klar definiert und konsistent in der BEHV-FINMA und UEV aufgenommen würde.

3. Art. 3 UEV – Verfügungen

a) Zu Absatz 1:

Wir schlagen vor, Art. 3 Abs. 1 UEV redaktionell an den Wortlaut von Art. 33a nBEHG anzupassen:

"Die Kommission für öffentliche Kaufangebote (Übernahmekommission) trifft die zum Vollzug der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote (Angebote) notwendigen Entscheide und überprüft die

¹⁸ RAMPINI | REITER, a.a.O., Art. 33 N 17.

¹⁹ Alternativ, gemäss Vorschlag TSCHÄNI | IFFLAND | DIEM, wäre der Begriff "Beteiligungswerte" in Betracht zu ziehen, vgl. TSCHÄNI | IFFLAND | DIEM, a.a.O., Art. 2 lit. e N 5.

Einhaltung der Bestimmungen über ~~öffentliche Kaufangebote~~ (Angebote) im Einzelfall."

b) Zur Streichung von Absatz 3:

Im Sinne der Rechtssicherheit und Vertrauensschutz in so komplexen und aufwändigen Verfahren wie öffentliche Angebote sind die allgemeinen verwaltungsrechtlichen Regeln ungenügend. Entsprechend ist angezeigt, die bisherigen Vorgaben mit Bezug auf Widerruf und Änderungen von Empfehlungen (neu Verfügungen) beizubehalten. Damit wäre der Rahmen – auch in einem Anwendungsfall von Art. 64 UEV oder Art. 58 VwVG – sichergestellt, innert welchem eine Verfügung der Übernahmekommission in Wiedererwägung gezogen werden kann. Der Grundsatz von Art. 3 Abs. 3 UEV-UEK ist daher unseres Erachtens auch in Art. 3 UEV aufzunehmen:

"³ Eine Wiedererwägung einer Verfügung kann nur erfolgen, wenn der Übernahmekommission neue Tatsachen zur Kenntnis kommen, welche die Situation entscheidend verändern."

4. Art. 4 UEV – Ausnahmen

Aufgrund von Art. 4 Abs. 1 UEV kommt der Übernahmekommission ein grundsätzliches Recht zu, Ausnahmen von der Übernahmeverordnungen zu gewähren. Mit der vorgeschlagenen Änderung wird auch klargestellt, dass der Übernahmekommission diese Befugnis auch von Amtes wegen durchsetzen kann. Entsprechend ist es nicht notwendig, bei einzelnen Bestimmungen in der Übernahmeverordnung diese Möglichkeit separat zu adressieren (vgl. auch Art. 7, 9, 13 und 14 UEV). Es wäre der Klarheit der Verordnung und der Rechtssicherheit gedient, wenn Wiederholungen von Art. 4 UEV in einzelnen Bestimmungen vermieden würden.

Mit Bezug auf Art. 4 Abs. 2 UEV gilt dies umso mehr. Im Revisionsvorschlag werden explizit Grundsätze genannt, die allgemein gelten: Diejenigen in Art. 1 UEV gelten für das Übernahmeverfahren im Allgemeinen, und jede Verfügung sowie Bestimmung muss von diesen Grundsätzen geleitet werden. Desgleichen entspricht es dem allgemeinen Rechtsverständnis, dass Rechtsumgehungen nicht geschützt werden können. Ein expliziter Verweis auf die vorgenannten Grundsätze schwächen diese eher, als dass sie sie stützen.

Entsprechend schlagen wir vor, den zweiten Teilsatz von Art. 4 Abs. 2 UEV zu streichen:

"² Für Käufe eigener Beteiligungspapiere kann die Übernahmekommission die Gesellschaft von der Beachtung einzelner Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote befreien, ~~sofern Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind und über dies keine Hinweise auf eine Umgehung des Börsengesetzes oder anderer Gesetzesbestimmungen vorliegen.~~"

5. Art. 5 UEV – Grundsatz und Inhalt

Es entspricht dem allgemeinen Rechtsverständnis in der Schweiz, dass Aktionäre als mündige Investoren behandelt werden – es gilt das Prinzip der Privatautonomie und Eigenverantwortlichkeit des Aktionärs²⁰. Wer Aktien einer börsenkotierten Gesellschaft erwirbt, geht damit gewisse Risiken und auch Verpflichtungen ein, deren sich jeder Investor vorab bewusst sein muss. Entsprechend besteht kein Bedarf eines besonderen Schutzes oder Erziehung eines Investors. Gleich wie es jedem Investor bewusst sein muss, dass z.B. bei Erwerb von Beteiligungen Meldepflichten bestehen, kann man auch davon ausgehen, dass er sich über Rechte im Rahmen eines Übernahmeverfahrens ebenso im Klaren ist.

Mit der Einräumung der Parteistellung von Minderheitsaktionären (Art. 33b Abs. 3 nBEHG) und dem Einspracheverfahren nach Art. 64 UEV ist Minderheitsaktionären die Möglichkeit eingeräumt worden, am Übernahmeverfahren als Partei teilzunehmen und individuelle Interessen geltend zu machen. Es obliegt jedoch am Minderheitsaktionär, diese Interessen geltend zu machen, ohne dass er im Einzelfall explizit darauf aufmerksam gemacht wird²¹. Wie jüngere Beispiele in der Vergangenheit gezeigt haben, ist es nicht nötig, Aktionäre auf ihr allfälliges Recht auf Intervention nach Art. 54 UEV-UEK aufmerksam zu machen, und das Recht auf Parteistellung wurde sogar geltend gemacht, bevor dieses überhaupt in Gesetz und Verordnung vorgesehen war²².

Der neu vorgeschlagene Art. 5 Abs. 2 lit. g UEV ist daher ersatzlos zu streichen.

²⁰ PETER V. KUNZ, *Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht*, Bern 2001, § 6 N 5 ff.; MIRJAM EGGEN, *Auslegung und Lückenfüllung im Recht der öffentlichen Übernahmen*, in: *GesKR 4* | 2007, S. 402.

²¹ vgl. KUNZ, a.a.O. § 6 N 8.

²² BGE 133 II 81; Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*; Empfehlung III der UEK vom 6. Oktober 2007 in Sachen *Unilabs S.A.*, lit. I sowie E. 5.

6. Art. 6 – Veröffentlichung

Bis anhin wurden Angebotsdokumente nach Vollzug eines Angebots auf der Website der UEK aufgeschaltet. Neu ist vorgesehen, dass die Voranmeldung sowie der Angebotsprospekt unmittelbar im Zeitpunkt der Veröffentlichung durch den Anbieter auch auf der Website der UEK aufgeschaltet werden. Die sofortige Aufschaltung ist zu begrüßen, da die Angebotsempfänger unmittelbar und einfach Zugang zu den Angebotsdokumenten via Internet erhalten.

Allerdings ist bei der Implementierung zu beachten, dass die meisten Angebote aus mannigfaltigen Gründen (z.B. wegen Rechtsproblemen, die sich aus grenzüberschreitenden Angeboten ergeben) Kaufrestriktionen (*Selling Restrictions*) vorsehen²³. Solche *Selling Restrictions* werden jedoch von gewissen Jurisdiktionen (insb. USA) nur dann anerkannt, wenn die Angebotsdokumente in der Tat den entsprechenden Personen nicht einfach zugänglich gemacht werden können. Entsprechend wäre für diese Fälle auch auf der UEK Website ein Filter einzubauen, damit die *Selling Restrictions* tatsächlich eingehalten werden können.

7. Art. 7 UEV – Wirkungen

a) Art. 7 Abs. 1 UEV (Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK)

Aufgrund des Lauterkeitsgebots ergibt sich, dass die Konditionen eines öffentlichen Angebotes grundsätzlich denjenigen der Voranmeldung entsprechen müssen. Gleichwohl muss es dem Anbieter in einem engen Rahmen oder in Ausnahmefällen erlaubt sein, die in der Voranmeldung aufgeführten Konditionen im öffentlichen Angebot zu präzisieren oder anzupassen. Analog gilt, dass Konditionen in der Voranmeldung, die von der Übernahmekommission für unzulässig erklärt werden, in angepasster oder neuer Form im Angebot aufgenommen werden können, "wenn die korrigierte Fassung den Gründen, aus welchen die Bedingung nicht zugelassen wurde, Rechnung trägt"²⁴.

Da die Übernahmekommission im Rahmen von Art. 4 Abs. 1 UEV-UEK generell Ausnahmen von den Bestimmungen der Übernahmeverordnung gewähren kann, ist eine Wiederholung dieser Möglichkeit in einzelnen Bestimmungen nicht notwendig und führt insbesondere in Art. 7 Abs. 1 UEV eher zu Verwirrung als zur Klärung. Darüber hinaus scheint Art. 7 Abs. 1 Satz 1 UEV sprachlich nicht kor-

²³ vgl. Empfehlung I der UEK vom 20. April 2007 in Sachen *Converium Holding AG - Karenzfristverlängerung*, E. 1.2; Empfehlung II der UEK vom 7. Mai 2007 in Sachen *Converium Holding AG - Karenzfristverlängerung II*, E. 3.

²⁴ Empfehlung III der UEK vom 2. Jul 2003 in Sachen *InCentive AG*, E. 4.3.3.

rekt: Das Angebot, nicht aber der Angebotsprospekt, kann den Konditionen der Voranmeldung entsprechen. Deshalb schlagen wir folgenden Wortlaut vor:

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

Sollte dennoch ein Bedürfnis bestehen, die Ausnahmen näher zu umschreiben, schlagen wir folgende Variante vor:

"¹ Der Anbieter muss innerhalb von sechs Wochen nach der Voranmeldung einen Prospekt bezüglich des Angebotes ~~es~~ prospekt veröffentlichen, das ~~der~~ grundsätzlich den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Die Übernahmekommission kann Ausnahmen von dieser Regelung gewähren ~~diese Frist verlängern~~, namentlich wenn ~~der Anbieter eine Bewilligung einer Behörde~~ dies durch überwiegende Interessen gerechtfertigt ist (Art. 4), insbesondere die Verlängerung der Frist von sechs Wochen, namentlich wenn der Anbieter eine Bewilligung einer Behörde, namentlich insbesondere einer Wettbewerbsbehörde, einholen muss."

Dadurch wird insbesondere auch Rechnung getragen, dass die im Revisionsentwurf vorgeschlagene Änderung in Art. 7 Abs. 1 UEV Ausnahmen ausschliesslich mit Bezug auf Fristverlängerungen erlaubt. Somit wären die Möglichkeiten einer Ausnahme wesentlich enger gefasst, als unter Art. 4 Abs. 1 UEV vorgesehen. In Ausnahmefällen könnte es durchaus Rechtfertigungsgründe für die Bewilligung einer Konditionsänderung geben.

b) Art. 7 Abs. 2 UEV (Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK)

Gemäss dem Revisionsvorschlag soll es inskünftig nicht mehr möglich sein, ein vorangemeldetes Angebot anzupassen; die Änderungen sollen sich nur zugunsten des Angebotsempfängers auswirken, d.h. eine Erhöhung des Angebotspreises oder den Verzicht von Bedingungen beinhalten, wobei nach Art. 13 UEV die Aufnahme von Bedingungen generell (auch für freiwillige Angebote) erschwert werden soll (vgl. hiernach Ziff. II.B.11). Der Anbieter soll somit nicht mehr die Möglichkeit haben, ein mögliches Informationsdefizit oder negative Entwicklungen der Zielgesellschaft zwischen Voranmeldung und Unterbreitung des Angebotes zu überbrücken und das Angebot entsprechend anzupassen.

Bereits unter der alten Regelung wurden die Voraussetzungen einer Anpassung so restriktiv gehandhabt, dass sie in der Praxis kaum zur Anwendung kamen²⁵. Es ist fraglich, ob eine solche restriktive Handhabung oder gar die gänzliche Abschaffung der Möglichkeit einer Anpassung tatsächlich den Interessen der Minderheitsaktionäre dient. Aus unserer Erfahrung trifft das Gegenteil zu. Wenn der Anbieter mit unbekanntem Risiken zu rechnen hat, wird er die Risikoallokation über den (niedrigeren) Angebotspreis vornehmen. Zudem wird er unbekanntem Risiken einen höheren negativen Wert beimessen als Risiken, die der Anbieter in Kenntnis der Sachlage selbst beurteilen kann. Somit wird der Anbieter der geplanten Einschränkung mittels eines Risikoabschlags Rechnung tragen, was sich letztlich zu Lasten der Aktionäre auswirkt.

Bereits in der vergangenen Praxis war die Möglichkeit der Änderungen von Angeboten zwischen Voranmeldung und Veröffentlichung des Angebotsprospekts zu restriktiv gehandhabt, was einem funktionierendem Übernahmemarkt und – wie oben ausgeführt – letztlich auch den Angebotsempfängern nicht dienlich ist. Der nachfolgende Wortlaut würde dem Anbieter mehr, jedoch nicht unbeschränkt, Flexibilität einräumen:

"² Im Angebotsprospekt dürfen Änderungen im Vergleich zur Voranmeldung grundsätzlich nur vorgenommen werden, wenn sich diese gesamtgesellschaftlich gesehen zugunsten der Empfänger auswirken (z.B. Erhöhung Angebotspreis, Streichung von Bedingungen). Der Anbieter kann Änderungen zuungunsten des Empfängers vornehmen, sofern solche in der Voranmeldung ausdrücklich vorbehalten wurden und sich die Änderungen auf sachliche und nachvollziehbare Kriterien stützen."

8. Art. 8 UEV – Massgeblicher Zeitpunkt

Im Kommentar zu Art. 8 UEV wird (wohl mit Bezug auf die Beispiele Forbo und Serono²⁶) darauf verwiesen, dass eine Pressemitteilung unter Umständen als Voranmeldung qualifiziert werden könnte. Es wäre wünschenswert gewesen, die Kriterien und Folgen wären konkreter definiert worden und hätten eine gesetzliche Basis in der Verordnung gefunden. Damit ein Anbieter (oder potentieller Anbieter) Rechtssicherheit im Rahmen der Vorbereitung eines Angebotes und Ausgestaltung von Pressemitteilungen auf Grund von Ad-hoc Publizitätsvorschriften genießt, müsste er jede Pressemitteilung vorab der Übernahmekommission zur Vorprüfung unterbreiten. Andernfalls könnten unerwünschte Folgen eintreten,

²⁵ FLAVIO ROMERIO, Öffentliche Übernahmeangebote aus der Sicht des Rechtsberaters, in: Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 33.

²⁶ Empfehlung der UEK vom 18. März 2005 in Sachen *Forbo Holding AG*, E. 2.4; Empfehlung vom 8. Januar 2007 in Sachen *Serono S.A.*, E. 1.2.

denen ein Anbieter unter Umständen gar nicht nachkommen kann oder will – zu denken wären zum Beispiel an die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes²⁷ oder eine unbeabsichtigte Verletzung der *Best Price Rule* (wobei die Finanzierung der Zusatzkosten der Verletzung unter Umständen nicht ausreichend gesichert ist).

In Anbetracht der weitreichenden Folgen wäre somit eine klare Regelung vonnöten. So wäre in Betracht zu ziehen, dass die Übernahmekommission einen potentiellen Anbieter zur Präzisierung der Aussagen oder klaren Stellungnahme auffordert²⁸ oder analog dem englischen *City Code on Takeovers and Mergers* eine Karenzfrist eingeführt wird²⁹. Wir würden daher anregen, eine klare Regelung in der UEV aufzunehmen und Art. 8 UEV wie folgt zu ergänzen:

"³ Wird ein Angebot unter Angabe der Elemente in Art. 5 Abs. 2 UEV vorangekündigt, jedoch nicht gemäss Art. 5 ff. UEV formell vorangemeldet, setzt die Übernahmekommission dem potentiellen Anbieter eine Frist an, innert welcher dieser entweder eine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 ff. UEV veröffentlicht oder seine Absichten bezüglich eines öffentlichen Angebotes präzisiert."

9. Art. 9 UEV – Gleichbehandlungsgrundsatz

Soweit der Begriff "*Beteiligungspapiere*" Finanzinstrumente nicht mitumfasst, führt der Revisionsvorschlag dazu, dass sich die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes nicht auf kotierte Optionen erstreckt. Dies ist unseres Erachtens nicht sachgerecht, da Optionsinhaber oder Inhaber von Wandelanleihen durchaus eine Ausstiegsmöglichkeit haben sollten (vgl. Gleichbehandlung der Anleger gemäss Art. 1 BEHG), andernfalls sie bei Ausübung der Option oder Wandelanleihe als Mikroaktionäre dastehen würden oder erst in einem späteren Zeitpunkt mittels Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG vom Angebot profitieren könnten (vgl. dazu ausführlich vorne Ziff. II.A.3).

Für den Anbieter würden zwar die Übernahmekosten aus einer kurzfristigen Perspektive verteuert, wenn er das Angebot auf Optionen ausdehnen muss. Mittelfristig wird jedoch jeder Anbieter eine Ablösung von Optionen und Wandelanleihen suchen, und in aller Regel spätestens bei einem Kraftloserklärungsverfahren nach Art. 33 BEHG diese für kraftlos erklären lassen.

²⁷ FRANK GERHARD, Das virtuelle Übernahmeangebot, in: GesKR, 2-3|2006, S. 222.

²⁸ Ebenda; Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 in Sachen *Intersport PSC Holding AG*, E. 2.

²⁹ GERHARD, a.a.O., S. 222.

Entsprechend schlagen wir folgende Ergänzungen vor:

² *Das Angebot muss sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren sowie auf kotierte Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet und die eine Realerfüllung vorsehen, der Zielgesellschaft erstrecken. Erstreckt sich das Angebot zudem auf nicht kotierte Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und/oder auf Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet und die eine Realerfüllung vorsehen, so ist der Gleichbehandlungsgrundsatz auch auf diese anzuwenden."*

10. Art. 10 UEV – Best Price Rule

Falls der Begriff "*Beteiligungspapiere*" entgegen unserem Vorschlag Finanzinstrumente nicht erfasst, ist Art. 10 Abs. 6 UEV wie folgt zu ergänzen, da die *Best Price Rule* zwangsläufig auch für Finanzinstrumente gelten muss:

⁶ *Erwirbt der Anbieter nach Veröffentlichung des Angebotes und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere oder Finanzinstrumente, deren Preis sich von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ableitet, der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis, muss er diesen Preis allen Empfängern des Angebotes anbieten (Best Price Rule)."*

11. Art. 13 UEV – Bedingungen

a) Grundsätzliches

Das Prinzip, dass ein Pflichtangebot nur aus wichtigen Gründen an Bedingungen geknüpft werden kann, ist in Art. 32 Abs. 2 BEHV-EBK (neu Art. 32 Abs. 1 BEHV-FINMA) festgehalten. Daraus ergibt sich, dass ein angebotspflichtiger Anbieter in jedem Fall einen wichtigen Grund geltend machen muss, wenn er das Pflichtangebot an Bedingungen knüpfen möchte. Diese Lösung entspricht dem Grundgedanken von Art. 32 Abs. 1 BEHG, wonach die Aktionäre ein unbedingtes Andienungsrecht haben sollen, wenn jemand bei Überschreiten der jeweils massgeblichen Schwelle angebotspflichtig wird. Eine Wiederholung in der UEV ist unnötig, wenn nicht sogar irreführend, da als Kriterium "*überwiegendes Interesse*" – für Pflichtangebote als auch für freiwillige Angebote – eingeführt wird. Für Pflichtangebote würde Art. 32 Abs. 1 BEHV-FINMA zudem *lex superior*

darstellen, und es wäre somit allein auf die Bestimmung in der BEHV-FINMA abzustellen³⁰.

Für freiwillige Angebote kann aber die Hürde nicht erst bei überwiegendem Interesse des Anbieters angesetzt werden. Dieses Abweichen von der Vertragsfreiheit lässt sich auch nicht mit den Grundprinzipien des Übernahmerechts rechtfertigen. Im Gegenteil, diese Lösung führt zu Rechtsunsicherheiten und Verzögerungen, die einem raschen und effizienten Übernahmeprozess abträglich sind. Eine Einschränkung von Bedingungen für freiwillige Angebote würde die Unterbreitung von freiwilligen Angeboten sowie die Vertragsfreiheit übermässig behindern.

Die Einholung der Zustimmung der Übernahmekommission ist aber auf jeden Fall sowohl für Pflichtangebote als auch für freiwillige Angebote überflüssig. In einer Übernahmesituation muss häufig eine Voranmeldung innert kürzester Zeit erstellt und publiziert werden. Soweit möglich wird das Sekretariat der Übernahmekommission bereits unter aktuellem Recht vorab konsultiert. Wenn sich zudem nach Publikation der Voranmeldung eine Bedingung als nicht zulässig erweist, stellt dies die Übernahmekommission in der Verfügung fest und die Bedingung muss nachträglich gestrichen oder angepasst werden³¹. Aufgrund des Kommentars zum Revisionsvorschlag ist davon auszugehen, dass die bisherige Praxis beibehalten wird. Der Klarheit halber schlagen wir daher vor, Abs. 1 ersatzlos zu streichen.

Sollte an Art. 13 Abs. 1 UEV festgehalten werden, würden wir anregen, eine differenzierte Regelung für Pflichtangebote und für freiwillige Angebote aufzunehmen.

b) **Art. 13 Abs. 5 UEV**

Sollte Art. 13 Abs. 5 UEV gemäss Revisionsvorschlag eingeführt werden, schlagen wir vor dem Hintergrund von Art. 4 UEV folgende Änderung vor:

³⁵ Die Feststellung der Erfüllung der Bedingung oder der Verzicht auf dieselbe kann mit Zustimmung der Übernahmekommission ~~und bei Nachweis eines überwiegenden Interesses~~ bis zum Vollzug des Angebotes aufgeschoben werden."

³⁰ THOMAS REUTTER, Das bedingte Übernahmeangebot, Zürich 2002, S. 212.

³¹ z.B. Empfehlung I der UEK vom 15. Juli 2005 in Sachen *Saia-Burgess Electronics Holding AG*; TSCHÄNI|IFFLAND|DIEM, a.a.O., Art. 28 N 40; Reutter, a.a.O., S. 231.

12. Art. 14 – Dauer des Angebots

a) Art. 14 Abs. 1 und 2 UEV: Karenzfrist

Aufgrund der Parteistellung gewisser Minderheitsaktionäre soll inskünftig der Verzicht auf eine Karenzfrist nicht mehr möglich sein. Als Konsequenz könnte ein Minderheitsaktionär den Beginn der Angebotsfrist verhindern und durch den Instanzenzug geradezu blockieren – ein willkommenes Mittel für Hedge Funds, Übernahmeangebote zu torpedieren, um ein für den Hedge Fund möglichst günstiges Ergebnis zu erlangen. Dies steht im krassen Widerspruch zu den Interessen des Anbieters und auch der Zielgesellschaft, ein Angebot rasch und effizient durchzuführen³².

Die Regelung öffentlicher Kaufangebote wurde vom Gesetzgeber ganz bewusst neutral ausgestaltet und darauf ausgerichtet, Übernahmen weder zu fördern, noch sie zu verhindern oder zu erschweren. Insbesondere wollte der Gesetzgeber Übernahmen auch gegen den Willen der Zielgesellschaft ermöglichen - und erst recht gegen den Willen ihrer Minderheitsaktionäre³³.

Die Interessen der Minderheitsaktionäre werden im Verfahren vor der Übernahmekommission in erster Linie von dieser selbst wahrgenommen³⁴. Hauptaufgabe der Übernahmekommission ist die Überwachung der Einhaltung der börsengesetzlichen Vorschriften (inkl. der Vorschriften zum Schutze der Minderheitsaktionäre). Der Gesetzgeber wollte ursprünglich ein kontradiktorisches Verfahren vermeiden, da ansonsten einzelne aktiv werdende Aktionäre die Durchführung eines raschen Verfahrens verhindern könnten³⁵.

Den Minderheitsaktionären wird mit Einführung der FINMA Parteistellung eingeräumt. Da diese nicht in jedem Fall vorab vernommen werden können, steht den Minderheitsaktionären nach Erlass einer Verfügung die Möglichkeit der Einsprache offen (Art. 64 UEV). Es besteht jedoch kein besonderes Interesse der Minderheitsaktionäre, dass während der Dauer eines Einspracheverfahrens die Angebotsfrist nicht zu laufen beginnt. Wie die EBK festgestellt hat, ist der Angebotsempfänger ausreichend durch das Rücktrittsrecht nach Art. 6 UEV-UEK (neu

³² BOTSCHAFT FINMAG, S. 2904, Art. 28 Bst. g BEHG.

³³ Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, Bern 1991, Ziff. 351, S. 66; BGE 133 II 81, 89.

³⁴ vgl. auch MATTI LÄSER | HANS CASPAR VON DER CRONE, Stellung des Aktionärs im Übernahmeverfahren vor der Übernahmekommission und der Bankenkommission, in: SZW 2008, S. 356 – 365, S. 358.

³⁵ HANS CASPAR VON DER CRONE, Angebotspflicht, in: SZW Sondernummer 1997, S. 44 – 61, S. 45; vgl. WEY|HUBER, a.a.O., S. 8 Ziff. 5 *in fine*.

Art. 16 UEV) geschützt³⁶. Im Falle eines Einspracheverfahrens wäre die Angebotsfrist (falls notwendig) evtl. zu verlängern, der Beginn aber nicht von vornherein hinauszuschieben.

Da die Übernahmekommission im Übrigen im Rahmen ihrer Verfügungsbefugnis in jedem Fall die Karenzfrist verlängern oder verkürzen kann, schlagen wir im Sinne der Rechtssicherheit vor, dass Art. 14 Abs. 1 UEV weiterhin eine eindeutige Dauer der Karenzfrist von 10 Börsentagen vorsieht. Die Möglichkeit der Verlängerung und Verkürzung würde wohl nur dazu führen, dass Anbieter, Zielgesellschaft oder Minderheitsaktionäre vorbeugend Gesuche um Verlängerung oder Verkürzung unterbreiten. Damit würde die bisherige klare Regelung beibehalten, d.h. entweder die Karenzfrist fällt gänzlich weg oder sie dauert 10 Börsentage. In Ausnahmefällen kann die Übernahmekommission im Rahmen von Art. 4 UEV die Karenzfrist verkürzen oder verlängern.

Daher schlagen wir folgenden Wortlaut vor, der weitgehend der ursprünglichen Regelung entspricht:

¹ *Das Angebot kann in der Regel erst nach Ablauf einer Karenzfrist von zehn Börsentagen ab Veröffentlichung des Angebotsprospekts angenommen werden.*

² *~~Diese Karenzfrist dauert in der Regel zehn Börsentage ab Veröffentlichung des Angebotsprospekts und kann von der Übernahmekommission verlängert oder verkürzt werden.~~ Legt ein Anbieter ein Angebot vor seiner Veröffentlichung samt dem Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft der Übernahmekommission zur Prüfung vor, so befreit die Übernahmekommission den Anbieter grundsätzlich von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist.*

b) Art. 14 Abs. 4 UEV

Wie im Kommentar zu Art. 4 Abs. 1 UEV vermerkt, kann die Übernahmekommission bereits gestützt auf Art. 4 UEV Einfluss auf den Zeitplan eines Angebotes nehmen. Entsprechend ist eine Präzisierung diesbezüglich nicht notwendig:

⁴ *Das Angebot darf höchstens während 40 Börsentagen offen bleiben. Eine kürzere Angebotsfrist darf auf 40 Börsentage verlängert werden, wenn der Anbieter sich dies im Angebot vorbehalten hat. Eine Verlängerung über 40 Börsentage hinaus bedarf der Zustimmung der Übernah-*

³⁶ Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, E. 48.

mekommission. ~~Die Übernahmekommission kann den Zeitplan eines Angebotes anpassen, wenn dies durch überwiegende Interessen gerechtfertigt ist."~~

c) Art. 14 Abs. 5 UEV

Mit Bezug auf Art. 14 Abs. 5 UEV schlagen wir der Klarheit halber folgende redaktionelle Anpassung vor:

"⁵Kommt das Angebot zustande, so muss der Anbieter während zehn Börsentagen nach der Veröffentlichung des definitiven EZwischenergebnisses ein Recht zur nachträglichen Annahme des Angebotes einräumen (Nachfrist). Dies gilt auch bei einem unbedingten Angebot."

d) Art. 14 Abs. 6 UEV

Da eine Fristverlängerung auf jeden Fall der Zustimmung durch die Übernahmekommission bedarf, ist die im Revisionsvorschlag neu vorgesehene Beschränkung von 4 Monaten für den Vollzug eines Angebots nicht nachvollziehbar. Insbesondere wenn Bedingungen behördliche Zustimmungen vorsehen (namentlich wettbewerbsbehördliche Zustimmungen) ist es durchaus möglich, dass ein entsprechendes Verfahren länger als vier Monate dauert. Es sollte daher möglich sein, mit Zustimmung der Übernahmekommission den Vollzug auch nach Ablauf von vier Monaten nach Ablauf der Nachfrist durchzuführen. Wir schlagen daher folgende Änderung vor:

"⁶In der Regel muss das Angebot spätestens am zehnten Börsentage nach Ende der Nachfrist vollzogen sein. Bleibt das Angebot an Bedingungen geknüpft (Art. 13 Abs. 5), kann der Vollzug mit der vorgängigen Zustimmung der Übernahmekommission ~~höchstens vier Monate~~ aufgeschoben werden. Der Zeitpunkt der Abwicklung des Angebotes ist im Angebotsprospekt anzugeben."

13. Art. 16 – Rücktrittsfrist bei untersagtem Angebot

Art. 26 BEHG regelt das Rücktrittsrecht für "ein untersagtes Angebot", wobei die Bedeutung des Begriffs "Untersagung" im Falle eines Angebotes unklar ist. Der Begriff impliziert ein Angebot, welches während laufender Angebotsfrist von der Übernahmekommission unterbunden wird. Art. 16 UEV (identisch zu Art. 6 UEV-UEK) umfasst jedoch auch bereits vollzogene Angebote. Da eine Untersagung wohl in jedem Fall nur bei einem Verstoss gegen die übernahmerechtlichen Be-

stimmungen erfolgen wird³⁷ und die Übernahmekommission in aller Regel ein Angebot wohl kaum untersagen, sondern den Anbieter zur Anpassung des Angebots verpflichten wird, wäre unseres Erachtens eine entsprechende Präzisierung von Art. 16 UEV einzuführen. In Analogie zur *Best Price Rule*, welche das Übernahmerecht bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist andauern lässt, schlagen wir des Weiteren vor, die Frist von einem Jahr auf sechs Monate zu kürzen:

"Art. 16 Rücktrittsfrist bei untersagtem rechtswidrigem Angebot

Wird ein Angebot für rechtswidrig erklärt und/oder untersagt, so kann jeder Empfänger des Angebotes innerhalb von sechs Monaten eines Jahres, nachdem der Entscheid rechtskräftig wurde, schriftlich vom Vertrag zurücktreten oder einen bereits vollzogenen Verkauf rückgängig machen."

14. Art. 17 UEV – Grundsätze

Die Möglichkeit der Befreiung von der Karenzfrist sollte aus Gründen eines raschen und effizienten Verfahrens weiterhin zur Verfügung stehen (vgl. dazu ausführlich in Ziff. II.B.12.a)). Entsprechend sollte Art. 17 Abs. 3 UEV-UEK auch in Art. 17 UEV Eingang finden.

15. Art. 18 UEV – Veröffentlichung des Angebotes

Anders als Kotierungsprospekte sind Angebotsprospekte vollständig in den Printmedien zu veröffentlichen. Diese Form der Veröffentlichung ist nicht nur ineffizient und mit unnötigen Kosten verbunden, sondern auch nicht sachgerecht. Inskünftig soll sogar nicht einmal mehr die Publikation einer Zusammenfassung des Angebotsprospekts möglich sein, was unseres Erachtens nicht gerechtfertigt ist.

Grundsätzlich ist nicht davon auszugehen, dass ein Angebotsempfänger vom Angebot via Printmedien Kenntnis erhält. Einmal setzen sich Aktionariate von schweizerischen Publikumsgesellschaften regelmässig hauptsächlich aus ausländischen Investoren zusammen, die keinen Zugang zu schweizerischen Zeitungen haben. Ausserdem werden Angebotsprospekte erfahrungsgemäss nur von Spezialisten gelesen (z.B. Analysten, Investmentbanker, Wirtschaftsprüfer, Anwälte, etc.), nicht jedoch vom breiten Publikum. Ein Angebotsempfänger wird in erster Linie durch seine Depotbank auf ein Angebot aufmerksam gemacht

³⁷ vgl. Verfügung der EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, E. 48. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 in Sachen *Intersport PSC Holding AG*.

oder über Printmedien, welche Meldungen der elektronischen Medien von angekündigten Angeboten aufnehmen und selbst veröffentlichen. Vor diesen Tatsachen darf der Verordnungsgeber nicht die Augen verschliessen.

Deshalb wäre eine Lösung - wie im Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange vorgesehen - zu begrüssen: Entsprechend dem Kotierungsinserat sollen in den Zeitungen nur die wesentlichen Elemente (analog der Voranmeldung) veröffentlicht werden, damit Angebotsempfänger in einem kurzen, übersichtlichen und benutzerfreundlichen Inserat Kenntnis von den wesentlichen Konditionen und Eckdaten des Angebotes nehmen können. Im Angebotsinserat wäre ein Hinweis aufzunehmen, wo der vollständige Angebotsprospekt elektronisch oder in gedruckter Form kostenlos bezogen werden kann. Der Inhalt des Angebotsinsertes könnte somit analog Art. 48 KR ausgestaltet werden; zusätzlich wäre der Zeitplan sowie u.U. der Hinweis auf den Prüfstellenbericht und den Verwaltungsratsbericht aufzunehmen. Der übernahmerechtliche Grundsatz der Transparenz wäre dadurch nicht beeinträchtigt, ist doch auch das Kotierungsrecht diesem Grundsatz verpflichtet (vgl. Art. 1 KR und Art. 1 BEHG). Der Angebotsempfänger könnte effizient Kenntnis vom Angebot erlangen und bei weitergehendem Interesse sehr einfach und kostenlos Zugang zum vollständigen Angebotsprospekt erhalten, wo er sich ein ausführlicheres Bild machen kann.

Der entsprechende Verordnungstext könnte sich somit wie folgt gestalten:

¹ *Der Angebotsprospekt sowie allfällige Ergänzungen müssen landesweite Verbreitung finden:*

a. indem sie in zwei oder mehreren Zeitungen auf deutsch und französisch veröffentlicht werden; oder

b. indem sie kostenlos bezogen werden können. In diesem Fall muss in einem Angebotsinserat, welches in zwei oder mehreren Zeitungen auf deutsch und französisch veröffentlicht wird, auf diese Form der Veröffentlichung hingewiesen werden.

² *Das Angebotsinserat hat die Angaben nach Art. 5 zu enthalten sowie ein Hinweis, wo der Angebotsprospekt sowie allfällige Ergänzungen erhältlich sind.*

²³ ~~Sie~~ *Der Angebotsprospekt sowie allfällige Ergänzungen* müssen zudem der Übernahmekommission sowie den Informationsdienstleistern zugestellt werden. Die Übernahmekommission schaltet diese auf ihrer Website auf.

Mit Bezug auf die Aufschaltung des Angebotsprospektes auf der Website der Übernahmekommission verweisen wir wiederum aufgrund anwendbarer *Selling Restrictions* auf die Notwendigkeit der Verwendung eines Filters (vgl. vorstehend Ziff. II.B.6).

Sofern der vorstehende Vorschlag betr. Publikation eines Angebotsinserats keinen Eingang in die UEV finden würde, wäre zumindest die Möglichkeit der Publikation einer Zusammenfassung des Angebotsprospektes beizubehalten. Bei Tauschangeboten dient der Angebotsprospekt in der Regel auch als Emissionsprospekt, wobei in den Zeitungen nur der Mindestinhalt publiziert wird, und in gedruckter Fassung die zusätzlichen Elemente eines Emissionsprospekts (vgl. z.B. Art. 652a OR) aufgenommen werden. Die Möglichkeit der Publikation einer Zusammenfassung ist somit für den Fall eines Tauschangebots unabdingbar. Ähnliche Überlegungen gelten für Angebote, welche mangels expliziten *Selling Restrictions* ausländische übernahmerechtliche Vorschriften zu beachten haben (vgl. z.B. Angebote an amerikanische Aktionäre). Die entsprechenden Angebotsprospekte können ohne weiteres über hundert Seiten umfassen (vgl. z.B. der Angebotsprospekt vom 25. April 2003 der Smith & Nephew plc betr. Centrepulse).

16. Art. 19 UEV – Angaben über den Anbieter

Art. 19 Abs. 1 lit. g ist unseres Erachtens wie folgt zu präzisieren:

"g. die Zahl der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und die sich darauf beziehenden Finanzinstrumente, die der Anbieter in den zwölf Monaten vor dem Angebot gekauft und verkauft hat, unter Angabe des höchsten Preises der Käufe und Verkäufe;"

17. Art. 20 UEV – Angaben über die Finanzierung des Angebots

Inskünftig sollen detaillierte Angaben zur Finanzierung eines Angebots im Angebotsprospekt aufgenommen werden. Diese neue Anforderung lehnen wir aus verschiedenen Gründen ab. Erstens wird eine klare und flexible Vorschrift geändert, die sich in der Praxis bewährt hat. Der Ordnungsgeber sollte sich vor Überregulierungen im Übernahmerecht hüten. Eine liberale Ordnung ist vorzuziehen. Sodann sind diese präzisen Angaben nicht notwendig, damit der Angebotsempfänger seine Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen kann (vgl. Art. 17 Abs. 1 UEV). Letzten Endes ist ein Anbieter vertraglich verpflichtet, den Angebotspreis zu bezahlen. Die Angebotsempfänger haben einen klagbaren

Erfüllungsanspruch. Eine Bestätigung über die Verfügbarkeit der Mittel reicht somit aus.

Darüber hinaus bleibt aufgrund des Revisionsvorschlags unklar, welche Angaben genau publiziert werden sollten. Der Kommentar weist auf Kreditlinien, Höhe, Bankenkonsortien und Laufzeiten hin. Der vorgeschlagene Detaillierungsgrad geht somit zu weit und dürfte in der Praxis wenig praktikabel sein. Bevor ein Anbieter ein Angebot unterbreitet, hat er in der Regel eine allfällige Fremdfinanzierung in sehr kurzer Zeit sicherzustellen. Häufig stützt sich eine Fremdfinanzierung vorerst auf ein *Term Sheet* oder *Comfort Letter*, ohne dass alle diese Details festgelegt werden; erst vor Vollzug des Angebotes werden dann komplexe Vertragswerke mit allen Konditionen abgeschlossen. Und schliesslich könnten die detaillierten Angaben über die Finanzierung dazu führen, dass Marktteilnehmer (z.B. Hedge Funds) solche Informationen zu Spekulationszwecken missbrauchen, indem sie Aktien oder Anleihen des Anbieters oder der Zielgesellschaft kaufen oder *short* verkaufen.

Wesentlich für den Angebotsempfänger ist letztlich nur, dass die Finanzierung am Tag des Vollzugs eines Angebots gesichert ist. Diese Sicherheit erhält der Angebotsempfänger durch die Bestätigung der Prüfstelle. Entsprechend schlagen wir folgenden Wortlaut vor, welcher der bisherigen Praxis der UEK entspricht:

¹ *Der Angebotsprospekt enthält **präzise** Angaben über die Finanzierung unter Angabe des Verhältnisses zwischen verschiedenen Finanzierungsarten sowie die Bestätigung der Prüfstelle, dass die Mittel zur Finanzierung verfügbar sind."*

18. Art. 24 UEV – Zusätzliche Angaben im Fall von öffentlichen Tauschangeboten

Gemäss Art. 24 Abs. 5 UEV soll der Anbieter eine *pro forma* Rechnung veröffentlichen, die die post-transaktionelle Situation darstellt. Diese Anforderung geht zu weit. Einerseits wird offensichtlich davon ausgegangen, dass immer Effekten des Anbieters zum Tausch angeboten werden, was nicht zwangsläufig der Fall ist. Andererseits ist es nicht möglich, eine sinnvolle *pro forma* Rechnung zu erstellen. Mögliche Synergieeffekte und Auswirkungen einer Integration sind nur in einem sehr begrenzten Masse vorhersehbar und in jedem Fall spekulativer Natur; eine eins-zu-eins Konsolidierung wäre in jedem Fall realitätsfremd und würde entsprechend ein falsches Bild abgeben. Nicht zu übersehen ist schliesslich, dass solche Angaben Erwartungen der Angebotsempfänger sowie weiterer

Marktteilnehmer schüren und somit haftungsbegründend sein könnten. Dies ist vor allem deshalb stossend, weil ein Anbieter unter Umständen vor Veröffentlichung oder Vollzug des Angebotes keinen Zugang zu den Büchern der Zielgesellschaft hat. Der Schutz der Angebotsempfänger ist aber bereits nach den jeweils anwendbaren Kotierungs- (vgl. z.B. Art. 32 ff. KR) und/oder Angebotsvorschriften (vgl. z.B. Art. 652a OR) der betroffenen Effekten gewährleistet. Tendenziell verhindert dieses Erfordernis einer *pro forma* Rechnung feindliche Angebote.

Die Nützlichkeit einer *pro forma* Rechnung ist daher stark zu bezweifeln und steht in keinem Verhältnis zum Aufwand und Risiko, die dem Anbieter und auch der Prüfstelle entstehen würden, und zu den möglichen Auswirkungen auf den Übernahmemarkt. Abs. 5 von Art. 24 UEV ist daher ersatzlos zu streichen.

19. Art. 29 UEV – Grundsätze

a) Art. 29 Abs. 3 UEV: Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung eines Angebotes

Inskünftig soll der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft in jedem Fall eine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung eines Angebotes abgeben. Eine Aufzählung der Vor- und Nachteile eines Angebotes unter Enthaltung einer Empfehlung soll nicht mehr zulässig sein. Begründet wird dies dadurch, dass der Verwaltungsrat erfahrungsgemäss nicht neutral sei. Aus eben diesem Grund sollte der Verwaltungsrat weiterhin eine neutrale Haltung einnehmen können.

Bei Vorliegen von potentiellen Interessenkonflikten hat der Verwaltungsrat geeignete Massnahmen zu treffen, um die Objektivität seiner Entscheidungsfindung sicherzustellen und zu vermeiden, dass sich diese Interessenkonflikte zum Nachteil der Empfänger des Angebotes auswirken. Nach der Praxis der Übernahmekommission kann der Verwaltungsrat entweder (i) ein Komitee von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern bilden, die über das Übernahmeangebot befinden oder (ii) von einem unabhängigen Experten eine Fairness Opinion erstellen lassen. Insbesondere wenn sich sämtliche Verwaltungsratsmitglieder in einem Interessenskonflikt befinden, bietet sich die Erstellung einer Fairness Opinion an. Und gerade in solchen Fällen wäre es u.U. angezeigt, dass sich der Verwaltungsrat einer Empfehlung enthalten kann³⁸. Schliesslich richten sich die Pflichten eines Verwaltungsrats nach dem Aktienrecht. Entsprechend ist ein Verwaltungsrat in jeder Situation dem Gesellschaftsinteresse verpflichtet und

³⁸ MATTHIAS GLATTHAAR, Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Zürich|St. Gallen 2007, S. 174 ff. mit Beispielen.

kann nicht durch übernahmerechtliche Verordnungsgebung zum Investitionsberater der Aktionäre werden³⁹.

Die Praxis hat gezeigt, dass sich ein Verwaltungsrat nicht leichtfertig einer Empfehlung enthält. Soweit es sich somit rechtfertigt, sollte dem Verwaltungsrat weiterhin die Möglichkeit belassen werden, sich einer Empfehlung zu enthalten. Aufgrund der Darstellung der Interessenkonflikte und den Angaben über das Abstimmungsverhältnis wird der Angebotsempfänger eine neutrale Haltung (wie auch die Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung) entsprechend zu werten wissen.

Entsprechend wäre der Wortlaut von Art. 29 Abs. 3 UEV wie folgt zu ergänzen:

³ Der Verwaltungsrat hat in seinem Bericht den Aktionären die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu empfehlen; er kann aber auch die Vor- und Nachteile des Angebotes darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben. Er gibt dabei auch das Abstimmungsverhältnis an. "

b) Art. 29 Abs. 4 UEV

Die bis anhin geltende Einschränkung auf die Wesentlichkeit der Elemente, welche die Stellungnahme des Verwaltungsrats beeinflusst haben, sollte weiterhin auf Wesentlichkeit beibehalten werden. Es wird nicht möglich sein, mit absoluter Eindeutigkeit zu bestimmen, welche Elemente genau eine Stellungnahme beeinflusst haben und die Aufzählung von sämtlichen möglichen Elementen wird sich negativ auf die Leserlichkeit des Berichts und der Effizienz auswirken:

⁴ Der Bericht enthält eine klare Begründung und legt alle wesentlichen Elemente dar, welche die Stellungnahme beeinflusst haben."

20. Art. 32 UEV – Veröffentlichung des Berichtes

Analog zu den Ausführungen zur Veröffentlichung des Angebotsprospektes regen wir an, auf die Publikation des Verwaltungsratsberichts in den Printmedien zu verzichten (vgl. oben Ziff. II.B.15). Soweit der Verwaltungsratsbericht keinen Bestandteil des Angebotsprospekts bildet, sollte es dem Verwaltungsrat freigestellt sein, eine Zusammenfassung des Berichts in den Zeitungen zu veröffentlichen mit dem Hinweis, wo der Verwaltungsratsbericht kostenlos bezogen werden kann:

³⁹ ADRIANO MARGIOTTA, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: SZW 2007, S. 244 – 260, S. 255 mit Verweisen.

² Wird der Bericht nicht bereits im Angebotsprospekt veröffentlicht, so muss er spätestens am 15. Börsentag nach Veröffentlichung des Angebotes landesweit bekannt gemacht werden, indem er in mindestens zwei Zeitungen, in denen das Angebot publiziert wurde, auf deutsch und französisch veröffentlicht wird.

³ Die Veröffentlichung kann nur eine Zusammenfassung des Berichtes beinhalten. In der Veröffentlichung ist auf den vollständigen Bericht, der den Interessenten vom Tag der Veröffentlichung an kostenlos zur Verfügung gestellt werden muss, hinzuweisen. "

21. Art. 35 UEV – Gesetzwidrige Abwehrmassnahmen

a) Art. 35 Abs. 2 lit. a UEV

Im Sinne der Rechtssicherheit wäre es wünschenswert, wenn auch für die Kriterien von Umsatz, Gewinn oder Cash Flow klare Prozentschwellen festgelegt werden. Die Einschränkungen nach Art. 35 UEV-UEK zeichnen sich eben dadurch aus, dass sie nicht konkret auf eine Abwehrsituationen beziehen, sondern Massnahmen verbieten, die sich für einen Anbieter potentiell negativ auswirken könnten. Um die Voraussehbarkeit und auch Rechtssicherheit für die Zielgesellschaft, aber auch für einen Dritten als Vertragspartei, zu gewährleisten, regen wir an, dass auch für die Kriterien Umsatz, Gewinn oder Cash Flow klare Prozentschwellen festgelegt werden.

b) Art. 35 Abs. 2 lit. e UEV

Unseres Erachtens ist der neu vorgeschlagene lit. e von Art. 35 UEV ersatzlos zu streichen. Es ist nicht einsichtig, weshalb eine Zielgesellschaft nicht in eigenen Beteiligungspapieren handeln soll. Hat sie Wandelanleihen oder Beteiligungspläne ausstehend, die während der Dauer des Angebots ausübbar sind oder fällig werden, muss sie unter Umständen in eigenen Beteiligungspapieren handeln können. Darüber hinaus wird eine Zielgesellschaft infolge der Schranken nach Art. 659 OR ein Angebot kaum massgeblich mit Handel von eigenen Beteiligungspapieren beeinflussen können. Im Übrigen wäre unklar, ob eine Zielgesellschaft ihre eigenen Aktien ins Angebot andienen könnte.

Das Gleiche gilt für den Erwerb der Beteiligungspapiere des Anbieters (auch im Falle eines Tauschangebots). Die Zielgesellschaft ist dadurch benachteiligt, wenn sie ihrerseits Interesse an der Übernahme des Anbieters hat. Darüber hinaus bietet Art. 35 Abs. 2 lit. a UEV Schutz vor Missbräuchen.

22. Art. 43 UEV – Veröffentlichung des Zwischenergebnisses | Art. 46 UEV – Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses

Analog zu den Ausführungen zur Veröffentlichung des Angebotsprospektes regen wir an, auf die Publikation des Zwischenergebnisses und des Endergebnisses in den Printmedien zu verzichten (vgl. oben Ziff. I(b) und II.B.15) und die Veröffentlichung auf die elektronischen Medien sowie der Website der UEK zu beschränken. Art. 43 UEV könnte entsprechend wie folgt ausgestaltet werden und wäre infolge des Verweises in Art. 46 Abs. 2 UEV auch für die Veröffentlichung des Endergebnisses anwendbar:

¹ *Der Anbieter gibt das provisorische Zwischenergebnis des Angebotes am ersten Börsentag nach Ablauf des Angebotes der Offenlegungsstelle, der Übernahmekommission und den Informationsdienstleistern so genau als möglich bekannt. ~~Die Übernahmekommission schaltet das provisorische Zwischenergebnis auf ihrer Website auf.~~*

² *Spätestens am vierten Börsentag nach Ablauf des Angebotes muss das definitive Zwischenergebnis der Offenlegungsstelle und der Übernahmekommission bekannt gegeben werden ~~durch Anzeige in denselben Zeitungen veröffentlicht werden, in welchen das Angebot publiziert wurde.~~ Die Übernahmekommission schaltet das definitive Zwischenergebnis auf ihrer Website auf."*

23. Art. 49 UEV – Konkurrierendes Angebot

Der Klarheit halber ist wünschenswert, dass der Verweis auf Art. 6 UEV (zumindest mit Bezug auf die Fristen) explizit in Art. 49 Abs. 1 UEV aufgenommen wird. Wir schlagen daher folgende Ergänzung vor:

¹ *Ein konkurrierendes Angebot darf bis spätestens neunzig Minuten vor Handelsbeginn der Börse, an der die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft kotiert sind, desam letzten Börsentags der Angebotsfrist des vorhergehenden Angebotes mit der Voranmeldung oder dem Angebotsprospekt veröffentlicht werden."*

24. Aufhebung von Art. 57 UEV-UEK – Auskünfte

Unter Hinweis auf die Auskünfte durch das Sekretariat der Übernahmekommission werden die Institute der Präsidialauskunft und der bindenden Auskünfte nach Art. 57 UEV-UEK ersatzlos aufgehoben. Die – in der Regel mündlich erteilten – Auskünfte des Sekretariats vermögen jedoch die Auskünfte nach Art. 57

UEV-UEK nicht zu ersetzen. Während Präsidialauskünfte gleich wie Auskünfte des Sekretariats keine bindende Wirkung haben, so kommt ihnen doch ein anderes Gewicht zu, als die Auskünfte des Sekretariats. Ein potentieller Anbieter kann durchaus ein gewisses Interesse haben, bei der Strukturierung eines Angebots oder gewissen abstrakten Rechtsfragen eine schriftliche Präsidialauskunft einzuholen, das in Form eines Rechtsgutachtens erteilt wird und die Übernahmekommission zwar nicht binden, aber dem Gesuchsteller klare Leitlinien über gewisse Rechtsfragen bieten.

Dies gilt umso mehr für das Institut der bindenden Auskünfte durch einen Ausschuss der Übernahmekommission. Es besteht ein praktisches Bedürfnis, über abstrakte Rechtsfragen eine bindende Auskunft der Übernahmekommission und somit Rechtssicherheit zu erhalten. Diese Rechtssicherheit dient allen Marktteilnehmern. Potentielle Anbieter oder Zielgesellschaften können ihre Pläne sowie ihr Verhalten bereits in einer Frühphase der Transaktion an die übernahmerechtlichen Vorgaben und Praxis der Übernahmekommission, die sich oft auch außerhalb der veröffentlichten Entscheide fortentwickelt (zu denken ist vor allem an die informellen Gespräche in laufenden Übernahmeverfahren), ausrichten.

Die Voraussehbarkeit der Entscheide fördert das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Übernahmekommission und stärkt somit ihre Glaubwürdigkeit. Letzten Endes wird durch die Rechtssicherheit gesetzeskonformes Handeln gewährleistet, was wiederum der Funktionsfähigkeit des Übernahmemarktes dienlich ist. Das Argument, wonach dadurch das rechtliche Gehör der potentiellen Parteien verletzt werden könnte, ist nicht stichhaltig. Mit dem Einspracheverfahren (Art. 64 UEV) kann das rechtliche Gehör, gleich wie bei Gewähungen von Ausnahmen zur Angebotspflicht oder der Feststellung des Bestehens oder Nicht-Bestehens einer Angebotspflicht – nachträglich gesichert werden.

Wir schlagen daher vor, Art. 57 UEV-UEK als Art. 60 UEV aufzunehmen und die nachfolgenden Artikel entsprechend neu zu nummerieren.

25. Art. 60 Abs. 2 UEV – Vorgängige Prüfung des Angebotes

Bei der vorgängigen Prüfung des Angebotes sollte die Zielgesellschaft nur auf Antrag des Anbieters am Verfahren teilnehmen. Der Anbieter sollte in dieser Phase des Übernahmeprozesses selbst entscheiden können, ob die Zielgesellschaft am Verfahren teilnehmen soll und er dadurch gewisse Rechtssicherheit erhält, da allfällige Einwände der Zielgesellschaft im voraus berücksichtigt werden können.

In gewissen Konstellationen hat der Anbieter ein berechtigtes Interesse, dass die Zielgesellschaft erst kurz vor Veröffentlichung oder überhaupt nicht vorgängig über das Angebot informiert wird. Dies vor allem bei feindlichen Angeboten, da die Zielgesellschaft nicht verpflichtet ist, ein feindliches Angebot oder ein solches Verfahren geheim zu halten. Es gibt keine Gründe, weshalb ein Anbieter ein Angebot gegen eine Zielgesellschaft nicht im Geheimen vorbereiten kann. Übernahmerechtliche Grundsätze stehen einem solchen Vorgehen nicht entgegen.

Das rechtliche Gehör der Zielgesellschaft kann auch nachträglich mit dem Einspracheverfahren (Art. 64 UEV) gewährleistet werden. Art. 64 UEV müsste entsprechend angepasst werden.

Auf der anderen Seite kann der Anbieter ein Interesse haben, dass Aktionäre im Sinne von Art. 33b Abs. 3 nBEHG am Verfahren teilnehmen. Der Anbieter sollte ebenfalls ein entsprechendes Antragsrecht haben.

Deshalb schlagen wir vor, Art. 60 Abs. 2 UEV wie folgt zu ändern:

"²Die Übernahmekommission eröffnet ein Verfahren und lädt die Zielgesellschaft und/oder Aktionäre im Sinne von Art. 33b Abs. 3 BEHG auf Antrag des Anbieters zur Stellungnahme ein. Die Übernahmekommission erlässt nach Anhörung der Beteiligten eine Verfügung nach Artikel 3."

26. Art. 64 UEV – Einsprache

Im Sinne eines raschen und effizienten Verfahrens wurde den Minderheitsaktionären die Parteistellung im Übernahmeverfahren bisher verwehrt. Mit Inkrafttreten des FINMAG wird den Minderheitsaktionären gemäss Art. 33b Abs. 3 nBEHG Parteistellung eingeräumt, jedoch mit der Bedingung, dass weiterhin ein rasches und effizientes Verfahren gewährleistet ist. Nach wie vor werden die Interessen der Minderheitsaktionäre im Verfahren vor der Übernahmekommission in erster Linie von dieser selbst wahrgenommen. Hauptaufgabe der Übernahmekommission ist die Überwachung der Einhaltung der börsengesetzlichen Vorschriften (inkl. der Vorschriften zum Schutze der Minderheitsaktionäre). Im Rahmen des Einspracheverfahrens haben nun Minderheitsaktionäre die Möglichkeit, neben der allgemeinen Überwachungsfunktion der Übernahmekommission individuell zu Verfügungen der Übernahmekommission Stellung zu nehmen.

Da die Übernahmekommission im Übernahmeverfahren die Interessen der Minderheitsaktionäre zur Kenntnis nimmt, sind Überprüfungen von Verfügungen zugunsten der Rechtssicherheit und dem Vertrauensschutz zurückhaltend und

gemäss nachvollziehbaren Kriterien vorzunehmen. Dabei könnte Art. 3 Abs. 3 UEV-UEK als Leitlinie dienen: Nur wenn der Übernahmekommission durch einen Minderheitsaktionär neue und erhebliche Tatsachen eröffnet werden, ist eine Verfügung aufgrund einer Einsprache zu revidieren.

Im Übrigen ist sicherzustellen, dass das Übernahmeverfahren nicht dazu missbraucht werden kann, um an vertrauliche Informationen zu gelangen. Es wäre daher in Betracht zu ziehen, abgesehen von Art. 27 VwVG explizite Bestimmungen betr. Vertraulichkeit aufzunehmen.

Und schliesslich sollte eine Einsprache auch der Zielgesellschaft möglich sein, wenn dies zur Wahrung des rechtlichen Gehörs erforderlich ist (vgl. unsere Vorschläge in Ziff. II.B.24 zum Institut der Auskunft gemäss Art. 57 UEV-UEK und in Ziff. II.B.25 zur vorgängigen Prüfung des Angebotes gemäss Art. 60 Abs. 2 UEV). Entsprechend müsste Art. 64 Abs. 1 wie folgt ergänzt werden:

"Aktionäre mit mindestens 2 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, und die Zielgesellschaft, welche am Verfahren vor der Übernahmekommission nicht teilgenommen haben, können Einsprache erheben."

27. Art. 68 UEV – Inkrafttreten

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

"Diese Verordnung tritt am 1. Januar 2009 in Kraft. Die revidierte Verordnung gilt für alle öffentlichen Kaufangebote, die nach deren Inkrafttreten veröffentlicht werden; vorbehalten bleibt die Verfügungskompetenz der Übernahmekommission für öffentliche Kaufangebote, die vor Inkrafttreten veröffentlicht werden. Rechtskräftige Empfehlungen der Übernahmekommission sind auch nach Inkrafttreten der revidierten Verordnung verbindlich und endgültig."

Wir hoffen, Ihnen mit der vorliegenden Stellungnahme für Sie akzeptable Ergänzungs- und Änderungsvorschläge zu den Entwürfen der BEHV-FINMA und der Übernahmeverordnung unterbreitet zu haben. Die Unterzeichneten stehen Ihnen für allfällige Rückfragen oder zusätzliche Ausführungen gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung

i.V. 
Dr. Hansjürg Appenzeller


Fabienne Crisovan

- Beilagen: - Synoptische Darstellung der BEHV-FINMA
- Synoptische Darstellung der Übernahmeverordnung