

**Per Telefax und Post**

Eidgenössische Bankenkommision  
zu Händen von Herrn Pierre Besson  
Abteilung Börsen & Märkte  
Postfach  
3001 Bern

Basel, 19. Januar 2004  
A.33/J.2/CWi/JRe

**Revision BEHV-EBK und UEV-UEK**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihr Schreiben vom 17. Oktober 2003, mit welchem wir im Rahmen einer breiten Vernehmlassung eingeladen werden, zu den vorgeschlagenen Änderungen der BEHV-EBK und UEV-UEK Stellung zu nehmen. Wir bedanken uns für die Möglichkeit, unsere Meinung im Rahmen dieser Revision einbringen zu können und für die gewährte Fristerstreckung.

Wir erlauben uns, unsere Stellungnahme thematisch grundsätzlich in zwei Abschnitte zu gliedern. In einem ersten Abschnitt nehmen wir zum Revisionsentwurf für das 3. Kapitel der Verordnung der EBK über die Börsen und den Effektenhandel (REBEHV-EBK) mit den Ausführungsbestimmungen zur Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG Stellung. In einem zweiten Abschnitt fassen wir Bestimmungen für öffentliche Kaufangebote zusammen, welche einerseits im 4. Kapitel der REBEHV-EBK und andererseits im Revisionsentwurf für die Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (REUEV-UEK) enthalten sind.

## Übersicht

- A Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG
  - 1. Grundsätzliche Bemerkungen
  - 2. Bemerkungen zu den spezifischen Änderungsvorschlägen
  - 3. Zusätzliche Revisionspunkte
    - 3.1 "Carve-Out" während einer Sanierungsphase
    - 3.2 Gruppentatbestand und Handeln in gemeinsamer Absprache
- B Öffentliche Kaufangebote
  - 1. Grundsätzliche Bemerkungen
  - 2. Bemerkungen zu den spezifischen Änderungsvorschlägen
    - 2.1 REBEHV-EBK: 4. Kapitel betr. Angebotspflicht und Angebotspreis
    - 2.2 UEV-UEK
  - 3. Zusätzliche Revisionspunkte
    - 3.1 Spezielles Sanierungsregime
    - 3.2 Konkurrierende Angebote
    - 3.3 Einreihung der Generalversammlung in feindliches Übernahmeverfahren
- C Abschliessende Bemerkungen

**A Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG****1. Grundsätzliche Bemerkungen**

Grundsätzlich begrüssen wir das Vorhaben, die bestehenden Ausführungsbestimmungen des 3. Kapitels der BEHV-EBK im Lichte der bisherigen Praxis der Offenlegungsstelle und der gemachten Erfahrungen einer grundlegenden Revision zu unterziehen. Bereits an dieser Stelle möchten wir darauf hinweisen, dass die bisherige Praxis der Offenlegungsstelle und auch der Eidg. Bankenkommission (EBK) im Grosse und Ganzen bei den Marktteilnehmern positiv aufgenommen wurde. Gleichwohl blieben nicht alle Entscheide unbestritten und wir möchten anregen, dass bei dieser Revision diese umstrittenen Aspekte der bisherigen Praxis einer nochmaligen sorgfältigen Prüfung unterzogen werden.

Neben den mit der Durchsetzung betrauten Behörden (Offenlegungsstelle und EBK) haben auch die verschiedenen Marktteilnehmer zahlreiche Erfahrungen mit der Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG gemacht, welche den zuständigen Behörden vielfach nur bruchstückhaft oder gar nicht unterbreitet wurden. In diesem Sinne möchten wir anregen, dass bei Gelegenheit der geplanten Revision auch zu anderen wichtigen und ungelösten Fragen Lösungsvorschläge ausgearbeitet werden. Wir erlauben uns, in einem separaten Abschnitt auf diese Punkte hinzuweisen und soweit möglich und sinnvoll auch bereits einige erste Ideen einzubringen.

In redaktioneller Hinsicht wäre noch zu erwähnen, dass der geltende Verordnungstext stets von der "Offenlegungsstelle" im Singular handelt. Die Änderungsvorschläge verwenden den Begriff zum Teil in der Mehrzahl. Insoweit wäre eine Vereinheitlichung vorzunehmen.

Bei den nachstehenden Bemerkungen verzichten wir darauf, zu unbestrittenen Revisionspunkten Stellung zu nehmen.

## 2. Bemerkungen zu den spezifischen Änderungsvorschlägen

**Art. 9 Abs. 1 REBEHV-EBK** Unseres Erachtens wäre es wünschenswert, dass durch Verweis auf Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK klargestellt wird, dass weiterhin nur die in dieser Bestimmung erwähnten „Optionsrechte“ der Meldepflicht unterstehen.

Wir empfehlen ausserdem, die Präzisierung aufzunehmen, dass die aktienrechtlichen Bezugsrechte (im technischen Sinn) nicht der Meldepflicht unterstehen. Dies ist vor allem dort wichtig, wo Bezugsrechte zugeteilt werden, bevor die Kapitalerhöhung im Handelsregister eingetragen wird.

**Art. 10 Abs. 1 REBEHV-EBK** Durch die vorgeschlagene generelle Unterstellung von bedingten Geschäften unter die Meldepflicht wird gemäss Begründung die geltende Praxis der Offenlegungsstelle in der Verordnung festgeschrieben. Die neue Regelung hat zur Konsequenz, dass bei jedem bedingten Geschäft jeweils vorgängig eine Ausnahme von der Meldepflicht zu beantragen ist, wenn die Betroffenen eine Meldung vermeiden wollen.

Problematisch ist die Bestimmung unseres Erachtens, weil auch bedingte Geschäfte darunter fallen, bei welchen der Eintritt der Bedingung noch sehr ferne und unwahrscheinlich ist. Gleiches gälte auch für mehrfach bedingte Geschäfte; so unterstünden beispielsweise auch Aktionärbindungsverträge, welche nur gegenseitige Vorkaufs- und Vorhandrechte einräumen, jedoch keine Stimmbindung vorsehen, der Meldepflicht, wobei es bei ABV mit mehr als zwei Beteiligten zu verwirrenden Mehrfachmeldungen käme. Ferner könnte theoretisch auch ein Lombardkredit, bei welchem der kreditgebenden Bank ein Recht zum Selbsteintritt zusteht, die Meldepflicht auslösen, was vor allem bei Banken und Effekthändlern zu bisher nicht bekannten Problemen führen würde.

Wir halten deshalb die vorgeschlagene **generelle** Unterstellung von bedingten Geschäften für nicht sinnvoll und schlagen vor, deren Anwendungsbereich entweder einzuschränken, oder auf die Aufnahme einer speziellen Bestimmung zu verzichten und die Frage der Meldepflicht bedingter Geschäfte der Praxis zu überlassen. Als mögliche Einschränkungen des Anwendungsbereiches sind die folgenden Kriterien denkbar: eine Meldepflicht besteht

- a) nur bei Potestativbedingungen im Gegensatz zu kasuellen Bedingungen;

- b) nur wenn das bedingte Geschäft auf den direkten Erwerb von Beteiligungsrechten ausgerichtet ist; oder
- c) nur in Fällen einer hohen Wahrscheinlichkeit, dass die Bedingung eintreten bzw. ausfallen wird.

Schliesslich wäre auch zu erwägen, in diesem Zusammenhang Art. 20 Abs. 2 BEHV-EBK fallenzulassen, wonach Ausnahmen nur vor Abschluss eines Geschäftes beantragt werden können. Gerade bei bedingten Geschäften ist diese Bestimmung unnötig einschneidend, denn es kommt in der Praxis durchaus vor, dass Parteien ein Geschäft abschliessen und sich wegen der Unwahrscheinlichkeit des Bedingungseintrittes gar nicht klar sind, dass eine Meldepflicht entsteht. In diesem Fall sollten sie die Möglichkeit haben, auch nach Abschluss des Geschäfts noch um eine Ausnahme zu ersuchen.

Der guten Ordnung halber erlauben wir uns festzuhalten, dass die Behandlung von bedingten Geschäften in der Doktrin keinesfalls geklärt ist. Beispielsweise will Meier-Schatz nur potestativ bedingte Geschäfte der Meldepflicht unterstellen (Meier-Schatz, N 58 zu Art. 20 BEHG). Eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Thema fehlt gänzlich. Zurückhaltung beim Erlass einer neuen Verordnungsbestimmung scheint uns auch aus diesem Grund gerechtfertigt.

**Art. 10 Abs. 1<sup>bis</sup> REBEHV-EBK**

Die neue Regelung (Publikation im SHAB als massgeblicher Zeitpunkt für die Auslösung der Meldefrist) ist sehr zu begrüessen, weil damit für alle Beteiligten die gleiche Meldefrist gilt.

**Art. 10 Abs. 1<sup>ter</sup> REBEHV-EBK**

Durch Publikation im Kotierungsprospekt liess sich die Meldepflicht auch bei komplexen Sachverhalten, wie sie bei Börsengängen, Kapitalerhöhungen u.a. häufig bzw. wegen der Unsicherheit über das Resultat von Platzierungen typisch sind, auf einfache Weise erfüllen. Die vorgesehene Streichung der Möglichkeit der Erfüllung der Meldepflicht durch Publikation im Kotierungsprospekt ist aus Sicht der Praxis deshalb abzulehnen, werden doch im Kotierungsprospekt nicht nur die meldepflichtigen Aktionäre offengelegt, sondern auch die Mitglieder des Bankensyndikats, das eine Emission fest übernommen hat. Die vorgesehene Streichung und damit verbundene Ausserkraftsetzung der Mitteilung I/01 der Offenlegungsstelle hätte zur Folge, dass die vorübergehende Beteiligung des Bankensyndikats im Rahmen der Festübernahme separat veröffentlicht werden müsste (in den elektronischen Medien und im SHAB). Nach Abschluss der Emission wäre nochmals eine Meldung zu publizieren. Solche Meldungen führten kaum zu mehr Transparenz, sondern dürften eher den Markt verwirren.

Die vorgeschlagene Streichung wäre auch insoweit unverständlich, als der Prospekt eine weite Verbreitung hat und dem Investor einer erst künftig an der Börse gehandelten Gesellschaft klar gemacht wird, wie sich die Mehrheitsverhältnisse nach der Platzierung gestalten werden.

**Art. 10  
REBEHV-EBK**

Im vorliegenden Entwurf fehlt auch eine Klarstellung betr. Intraday- Geschäfte. Aus unserer Sicht sollten solche Situationen, welche vor allem bei professionellen Marktteilnehmern eintreten können, von der Meldepflicht ausgenommen werden. Eine generelle Ausnahme sollte sich entweder auf solche Fälle beschränken, in denen ein Grenzwert am selben Tag über- und wieder unterschritten wird oder sogar auf Fälle, in denen der Grenzwert innerhalb der Meldefrist von 4 Tagen über- und wieder unterschritten wird (bzw. umgekehrt), denn es ist nicht einsehbar, weshalb geringe Überschreitungen, die nur temporär sind, einer Meldepflicht unterstehen sollen. In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass die 5%ige Grenze international tief angesetzt ist. In diesem Sinne könnte man somit erwägen, die obgenannten Ausnahmen nur für diesen Grenzwert einzuführen und allenfalls auf professionelle Marktteilnehmer bzw. beaufsichtigte Institute (v.a. Banken und Effekthändler) einzuschränken.

In diesem Zusammenhang verweisen wir auf unseren Vorschlag zur Behandlung von Derivaten, insbesondere zum neu eingeführten Verrechnungsverbot (s. Art. 13).

**Art. 12  
REBEHV-EBK**

In der Begründung wird darauf hingewiesen, dass die Offenlegungsstelle offene Fragen betr. Leerverkäufe im Rahmen einer Mitteilung oder Richtlinie klären wird. Es wird auch ausgeführt, dass eine solche Lösung die nötige Transparenz und Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer gewährleisten soll. Daran arbeitet zur Zeit eine gemischte Arbeitsgruppe, in der auch unsere Vereinigung mitwirkt. Deren Ergebnis wie auch unsere Stellungnahme dazu bleibt hier vorbehalten.

**Art. 13 Abs. 5  
REBEHV-EBK**

Im Zusammenhang mit dem vorgeschlagenen Verrechnungsverbot für Optionsrechte (Art. 13 Abs. 5 BEHG) möchten wir darauf hinweisen, dass bei Banken und Effekthändlern erfahrungsgemäss in der Praxis immer wieder Probleme mit dem ungewollten Erreichen von Grenzwerten durch Optionsrechte entstehen. Die heutige Regelung, welche im Wesentlichen nur den Aufbau einer Position berücksichtigt, führt in Verbindung mit dem Verrechnungsverbot zu wirtschaftlich unsinnigen Meldungen, weil diese professionellen Marktteilnehmer in aller

Regel eine marktneutrale Position anstreben.

Auch wenn diese Bestimmung bereits bei der Ausarbeitung des heutigen Regelwerkes zu kontroversen Diskussionen Anlass gab, erachten wir es als sinnvoll, diese Probleme noch einmal aufzugreifen und gleichzeitig konstruktive Lösungsvorschläge zu unterbreiten.

Wir sind nach wie vor der Meinung, dass für die Handelsbestände von beaufsichtigten Instituten (nicht aber die Anlagebestände) eine generelle Ausnahme gelten sollte (dies zumindest in Betreff auf die 5% Grenze, vgl. oben). Von einer solchen generellen Ausnahme sollten nicht nur die Optionsrechte, sondern auch die Positionen in Beteiligungsrechten erfasst sein.

Falls eine solche generelle Ausnahmeregelung nicht realisiert werden kann, ist es ein zentrales Anliegen der Banken und Effekthändler, dass eine neue Regelung nicht zu kompliziert wird und die Konsequenzen beim verantwortlichen Händler leicht nachvollzogen werden können. Schliesslich sollte aus der Sicht von Compliance auch eine "technologie-freundliche" Regelung angestrebt werden. Vor dieser Ausgangslage könnten wir uns die folgenden Lösungsansätze vorstellen:

- a) eine Karenzfrist, während der ein Grenzwert ohne Meldepflicht erreicht, über- oder unterschritten werden darf, dies im Verständnis, dass wenn der Grenzwert innert dieser Zeit wieder in die andere Richtung durchschritten wird, keine Meldepflicht ausgelöst wird. Eine solche Karenzfrist sollte idealerweise der Meldefrist von 4 Börsentagen entsprechen, zumindest aber die Korrektur innerhalb desselben Tages erlauben;
- b) Spezifische Verrechnungsmöglichkeiten, z.B. für Aktien- bzw. Optionen- Long- und Short-Positionen (bei identischen Bedingungen), auch wenn von verschiedenen Konzerngesellschaften gehalten.

Wir sind gerne bereit, im Rahmen einer kleinen Expertengruppe an einem konkreten Lösungsvorschlag mitzuarbeiten.

**Art. 14 Abs. 1<sup>bis</sup> REBEHV-EBK und Streichung Art. 17 Abs. 3 BEHV-EBK**

Der vorgeschlagene Art. 14 Abs. 1<sup>bis</sup>, welcher den geltenden Art. 17 Abs. 3 (nicht Abs. 2) ersetzen soll, ist in grundsätzlichen Punkten unklar:

- a) Sind neu (trotz des Wortes "insbesondere") nur noch Änderungen in der Beziehung zwischen direktem Erwerber, indi-

rektem Erwerber und wirtschaftlich Berechtigtem meldepflichtig, nicht jedoch Änderungen anderer meldepflichtiger Angaben (beispielsweise der Kontaktperson oder der Vertretung)? Dies würde die Meldepflichtigen davon entlasten, neben dem Bestand an Stimmrechten laufend sämtliche meldepflichtigen Angaben zu überwachen, und wäre aus Sicht der Praxis zu begrüssen.

- b) Ist bei Änderungen in der Beziehung zwischen direktem Erwerber, indirektem Erwerber und wirtschaftlich Berechtigtem eine vollständige Meldung erforderlich, oder kann sich die Meldung – in Einklang mit der bisherigen Praxis – auf die geänderten Tatsachen beschränken?

Während der geltende 17 Abs. 3 BEHV-EBK diese beiden grundsätzlichen Fragen trotz seiner knappen Worte klar beantwortet hat, bleiben sie beim neuen Art. 14 Abs. 1<sup>bis</sup> offen. Wir empfehlen, den neuen Art. 14 Abs. 1<sup>bis</sup> an die geltende Formulierung anzupassen. Im Hinblick auf die Sanktion bei Verletzungen der Meldepflicht (Busse) sind offene und interpretationsbedürftige Formulierungen sowie die Verwendung von Worten wie "insbesondere" zu vermeiden.

**Art. 17 Abs. 1 lit. e REBEHV-EBK** Die Erwähnung der "Absprache" ist systemwidrig, weil der Inhalt der Gruppenmeldung neu separat in Art. 17 Abs. 1<sup>bis</sup> REBEHV-EBK geregelt wird.

**Art. 18 Abs. 1 REBEHV-EBK** Gemäss der neuen Regelung hat die Meldung innert vier Börsentagen seit Entstehen der Meldepflicht bei der Gesellschaft und den Offenlegungsstellen einzutreffen (erster Satz). Den zweiten Satz verstehen wir (nach Lektüre der "Begründung" und des französischen Wortlauts) so, dass die Übermittlung per Fax oder e-mail für die Fristwahrung genügt, sofern eine schriftliche Meldung nachgesandt wird. Dies wird durch den deutschen Wortlauf des neuen Art. 18 Abs. 1 nur unzureichend ausgedrückt. Erstens fehlt die im französischen Text enthaltene Präzisierung "pour autant qu'une déclaration écrite et signée parvient aux Instance pour la publicité des participations", zweitens kann das Wort "vorab" den Eindruck erwecken, dass die Übermittlung per Fax oder e-mail nicht fristwährend ist.

**Art. 19 Abs. 1<sup>bis</sup> lit. c REBEHV-EBK** Die Publikation der Angabe gemäss lit. c widerspricht der Begründung zu Art. 17 Abs. 1 lit. e REBEHV-EBK ("Diese Angabe wird nicht publiziert") und der Regelung bei der Gruppenmeldung, welche die Publikation nicht vorsieht.

**Art. 20 Abs. 4 zweiter Satz REBEHV-EBK** Aus der Sicht der Gesuchsteller ist klarzustellen, dass das Gesuch bereits gültig erfolgt ist, auch wenn noch nicht sämtliche Unterlagen eingereicht wurden; andernfalls ist zu befürchten, dass sich die Offenlegungsstelle durch Nachfordern von zusätzlichen Unterlagen Zeit für den Entscheid schaffen könnte.

**Art. 22 Abs. 1<sup>bis</sup> REBEHV-EBK** In Art. 22 Abs. 1<sup>bis</sup> wird neu eine generelle Auskunftspflicht vorgeschlagen, welcher – aus der Begründung zu schliessen – beliebige Adressaten, beispielsweise Aktionäre und wohl auch Dritte (unter Umständen auch Banken und Effekthändler) unterstehen sollen. Eine solche Auskunftspflicht ausserhalb eines laufenden Verfahrens betreffend Ausnahmen, Erleichterungen oder Vorabentscheide ist unseres Erachtens als zu weit gehend abzulehnen. Insbesondere ist die Meldepflicht eine strafrechtlich sanktionierte Norm, so dass sich alle materiell beschuldigten Aktionäre (nach der Revision des Strafgesetzbuches auch juristische Personen) auf das Aussageverweigerungsrecht berufen können; hieran kann und darf die neue Auskunftspflicht nichts ändern.

**Art. 22 Abs. 6 REBEHV-EBK** Die Streichung der Fristverlängerungsmöglichkeit ist zu bedauern. Beim Entscheid über die Ablehnung der Empfehlung wird der Gesuchsteller die Chancen einer Abänderung der Empfehlung durch die EBK abschätzen müssen, was eine Auseinandersetzung mit der Empfehlungsbegründung der Offenlegungsstelle und allenfalls zusätzliche tatsächliche und rechtliche Abklärungen erforderlich macht. Solange das (dem VwVG unterstehende) Verfahren vor der EBK gesetzlich nicht durch knappe Fristen gestraft wird, besteht kein Grund zu besonderer Eile beim Entscheid über die Ablehnung.

In jedem Falle sollte festgehalten werden, dass die Ablehnung einer Empfehlung vorerst ohne Begründung erfolgen und die Begründung nachgereicht werden kann.

**Art. 22 Abs. 9 REBEHV-EBK** Der Wortlaut der vorgeschlagenen Bestimmung ist zu offen und unklar ("notwendige Informationen, die zur Erfüllung der Zwecke des Gesetzes notwendig sind"). Gemäss der Begründung soll dadurch die erforderliche gesetzliche Grundlage für die Veröffentlichung der "SHAB-Datenbank" der Offenlegungsstelle geschaffen werden, was unbestritten ist. Nicht angehen kann jedoch, dass Empfehlungen bei Gesuchen um Ausnahmen, Erleichterungen oder Vorabentscheide bzw. gar im Rahmen solcher Verfahren eingereichte Dokumente und Informationen veröffentlicht werden; dasselbe gilt für Informationen, die zwar gemeldet, nicht aber publiziert werden müssen. Wir empfehlen, dass der Wortlaut strikt auf das Führen der SHAB-

Datenbank begrenzt wird.

### 3. Zusätzliche Revisionspunkte

Wie bereits erwähnt, bedauern wir, dass bei dieser umfassenden Revision für eine ganze Reihe von wichtigen und ungelösten Fragen keine oder dann nur ungenügende Lösungsvorschläge unterbreitet werden.

#### 3.1 "Carve-Out" während einer Sanierungsphase

Die bestehenden Regeln haben sich v.a. im Falle von Sanierungen als äusserst kompliziert erwiesen, und viele offene Fragen blieben bis heute unbeantwortet. Insbesondere die Altaktionäre und die Banken, welche in solchen Transaktionen häufig eine zentrale Rolle spielen, sollten bei Sanierungsbemühungen einem speziellen Regime unterstehen – namentlich darf es nicht sein, dass sich überhaupt die Frage stellt, ob Banken untereinander bzw. gar "im Verbund" mit den Altaktionären oder Neuinvestoren als Gruppe betrachtet werden, nur weil im Rahmen der Sanierung ein gemeinsames – letztlich volkswirtschaftlich sinnvolles – Ziel angestrebt wird.

Anders gesagt darf nicht sein (was praktisch aber leider so vorkommt), dass Transparenzvorschriften (und noch mehr das Übernahmerecht, dazu unten) letztlich zu einem zentralen Problem bei Sanierungen werden und unter Umständen eine Sanierung ganz verunmöglichen. Zudem hat sich gezeigt, dass mit aufwändigen Verfahren bei der Offenlegungsstelle unnötig Ressourcen gebunden werden und damit in aller Regel auch erhebliche Kosten verbunden sind. Mit einer generellen Ausnahmeregelung kann für Sanierungen das Verfahren vereinfacht werden und sich die erforderliche Transparenz am Prinzip der Verhältnismässigkeit und den Bedürfnissen des Marktes orientieren.

#### 3.2 Gruppentatbestand und Handeln in gemeinsamer Absprache

Obwohl der Gruppentatbestand und das Handeln in gemeinsamer Absprache in der Praxis und in konkreten Verfahren die meisten Probleme bereiten, wird diese zentrale Frage des Melderechts in der vorliegenden Revision nicht angefasst. Vordringlich wäre unseres Erachtens in erster Linie die Regelung der folgenden Bereiche, welche in der Praxis die meisten Probleme bereiten:

- a) Aus Gründen einer ausgewogenen Corporate Governance sollte klargestellt werden, dass Absprachen unter Aktionären im Hinblick auf eine einzelne Generalversammlung uneingeschränkt möglich sein sollen ("Proxy Fight Ausnahme").
- b) Ebenso wäre eine Bestimmung wünschenswert, dass bei Konzern-, Familien- oder allgemein Gruppenverhältnissen bzw. Verhältnissen mit einer Vielzahl von wirtschaftlich Berechtigten nicht **jeder** direkt Berechtigte und **jeder** wirtschaftliche Berechtigte in der Meldung und v.a. der Publikation ausdrücklich genannt werden muss, sondern Erleichterungen für materiell nicht bedeutsame wirtschaftlich oder direkt Berechtigte gelten (indem z.B. generelle Umschreibung

wie: "und Gruppengesellschaften" zugelassen werden) – in der Praxis kann die geltende Bestimmung zu ungewollten Meldepflichtverletzungen führen, z.B. wenn eine verbundene Einheit unbedacht Aktien erwirbt.

- c) Aus Sicht der Banken sollte auch Klarheit darüber geschaffen werden, unter welchen Voraussetzungen bei Sanierungen Banken untereinander und oder mit bestehenden Grossaktionären eine "Gruppe" bilden. Am klarsten wäre unseres Erachtens eine Regelung, welche gemeinsame Sanierungsbemühungen generell vom Handeln in gemeinsamer Absprache ausnimmt (s. auch Bemerkungen unter Ziffer A.3.1).

Aus theoretischer Sicht wäre ferner eine Klärung der Begriffe "indirekter Erwerb", "gemeinsame Absprache" und "Gruppe" wünschenswert, die durch die Verordnung (zu Recht oder zu Unrecht) vermischt wurden.

## **B Öffentliche Kaufangebote**

### **1. Grundsätzliche Bemerkungen**

Die Mehrzahl der vorgeschlagenen Revisionspunkte im Übernahmerecht sind "Nachführungen" in dem Sinne, dass die Praxis der UEK (sowie der EBK) in die Verordnung inkorporiert wird. Dieses Konzept der Nachführung ist jedoch zum Einen unvollständig verwirklicht worden und wird zum Anderen durch eigentliche Neuregelungen in Punkten durchbrochen, die bislang einer bewährten, zweckmässigen Regelung unterworfen waren, wie beispielsweise die Berechnung des Mindestpreises im Sinne des Börsenkurses (Art. 37 Abs. 2 REBEHV-EBK). Es werden auch neue Regelungen vorgeschlagen, die aus der Sicht der Praxis geeignet sind, Übernahmen bzw. einen Kontrollwechsel zu verhindern, namentlich das Verbot des Entgeltes in Effekten, wenn der vorausgegangene Erwerb einer das Pflichtangebot auslösenden Beteiligung gegen Barzahlung stattgefunden hat (Art. 39 Abs. 2 REBEHV-EBK).

Das für die Revision vorgeschlagene Grundkonzept der (unvollständigen) Nachführung bringt es auch mit sich, dass grundlegende Problematiken des Übernahmerechts (und wie erwähnt des Offenlegungsrechts) von der Revision ausgeschlossen wurden, wie die Frage des "Handelns in gemeinsamer Absprache", die Regelungen bei konkurrierenden Angeboten oder auch das Bedürfnis der Praxis nach speziellen Regelungen in Sanierungsfällen (ausgewählte Verordnungsbestimmungen wurden in Sanierungsfällen bislang sanierungsspezifisch interpretiert).

Auffallend ist, dass im Revisionsentwurf das Tätigkeitsfeld der Prüfstelle erheblich ausgeweitet wird (s. Art. 37 Abs. 3 REBEHV-EBK, Art. 38 Abs. 4 REBEHV-EBK; Art. 41 REBEHV-EBK; Art. 42 REBEHV-EBK; Begründung zu Art. 29 Abs. 2 REUEV-UEK). Vor allem bei der Erweiterung der "Prüfungstätigkeit" im Zusammenhang mit der Festlegung des Angebotspreises fungiert die Prüfstelle als eigentliche Finanzexpertin (s. beispielsweise Begründung zu Art. 41 REBEHV-EBK oder auch die Funktion in der Begründung zu Art. 29 Abs. 2 REBEHV-EBK). Derartige Tätigkeiten sind nicht mit der

"klassischen" Aufgabe der Prüfstelle vereinbar, nämlich der Überprüfung von tatsächlichen Angaben, wie Vollständigkeit und Richtigkeit des Angebotsprospektes. Folge der vorgesehenen Expertentätigkeit in Finanzfragen (inkl. Berichterstattung darüber im Angebotstext) ist, dass in der Zukunft fast ausschliesslich die grossen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften die Tätigkeit als Prüfstelle ausüben können (wenn die Effekthändler weiterhin keine bedeutende Rolle als Prüfstelle spielen). Dies führt zum Einen dazu, dass sich das Thema der Unabhängigkeit der Prüfstelle bzw. dasjenige der Interessenkonflikte verschärfen wird und dass zum Anderen bei Übernahmen von Gesellschaften mit kleiner Börsenkapitalisierung die Kosten für die Prüfstelle und der damit verbundene Aufwand für alle Beteiligten Parteien unverhältnismässig werden. Die Ausweitung der Aufgaben der Prüfstelle als eigentliche Finanzexpertin ist deswegen zu überdenken.

## 2. Bemerkungen zu den spezifischen Änderungsvorschlägen

### 2.1 REBEHV-EBK: 4. Kapitel betr. Angebotspflicht und Angebotspreis

**Art. 25 REBEHV-EBK** Die Präzisierung von Beteiligungsrechten in der Klammer "Aktien, Partizipationsscheine, Genussscheine" widerspricht der Tatsache, dass nur Aktien Stimmrechte verleihen, welche zur Angebotspflicht führen können.

**Art. 35 REBEHV-EBK** In der Praxis besteht – v.a. wegen der Rechtsunsicherheit im Bereich der "Gruppenfrage" – oft das Bedürfnis, die Frage der Angebotspflicht zu klären, indem mittels Eingabe bei der UEK um Feststellung nachgesucht wird, dass mangels Gruppenbildung keine Angebotspflicht besteht. Aus Art. 35 Abs. 1 REBEHV-EBK (sowie indirekt aus Art. 35 Abs. 2bis REBEHV-EBK) geht hervor, dass bei einem solchen Feststellungsgesuch die Zielgesellschaft eine Stellungnahme zu veröffentlichen hat, auf welche Art. 29 Abs. 1 BEHG analog Anwendung findet. Im Unterschied zur Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht durch die UEK rechtfertigt sich bei einer Feststellung des Nichtbestehens der Angebotspflicht keine Stellungnahme der Zielgesellschaft, da von vorneherein keine Angebotspflicht besteht (und mithin keine Ausnahme zu gewähren ist). Die Zielgesellschaft sollte in ein Verfahren über das Nichtbestehen der Angebotspflicht derart einbezogen werden, dass nicht nur die an der Zielgesellschaft Beteiligten (Art. 35 Abs. 2 quater), sondern auch die Zielgesellschaft selbst aufgrund der Publikation der Feststellung des Nichtbestehens der Angebotspflicht im Schweizerischen Handelsamtsblatt gegen den Entscheid der UEK Einsprache bei der EBK erheben können.

**Art. 35 Abs. 2quater REBEHV-EBK** Da gemäss der Begründung der Revision die Einsprache gegen die Gewährung einer Ausnahme nicht begründet werden muss, ist die Frist von 10 Börsentagen aus Sicht des prakti-

- schen Transaktionsablaufes zu lang: 5 Börsentage genügen, und es ist zur Schaffung von Klarheit in den Verordnungstext aufzunehmen, dass die Einsprache nicht zu begründen ist.
- Art. 35 Abs. 4 REBEHV-EBK** Insbesondere dann, wenn die besondere Ausnahme von der Angebotspflicht in einem Sanierungsfall gewährt wird, ist die um 5 auf 10 Börsentage verlängerte Frist nach erfolgter Publikation im SHAB, innerhalb welcher die EBK die Attraktionskompetenz ausüben kann, aus Sicht der Praxis zu lange.
- Art. 37. Abs 1 REBEHV-EBK** Diese Mindestpreisvorschrift kann in bestimmten Fällen nicht eingehalten werden, z.B. bei einem Zusammenschluss von zwei kotierten schweizerischen Unternehmen mittels Tauschangebot durch eine NewCo als Anbieter. Sobald das Tauschverhältnis vom Verhältnis der Marktkapitalisierung der beiden Unternehmen abweicht (mithin anderen Komponenten berücksichtigt werden), dürfte in der Regel nur eines der beiden Tauschverhältnisse den Mindestpreisvorschriften entsprechen, während diese für das andere Angebot verletzt werden.
- Art. 37 Abs. 2 REBEHV-EBK** Hier wird vorgeschlagen, von der zweckmässigen und einfach zu handhabenden Massgeblichkeit der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung zur Ermittlung des börsenrechtlichen Mindestpreises im Sinne des Art. 32 Abs. 4 BEHG abzuweichen, indem neu auf den Durchschnitt der letzten 30 volumengewichteten Tagesdurchschnittskurse vor dem Tag, an welchem das dem Übernahmeangebot zugrunde liegende Verpflichtungsgeschäft abgeschlossen wurde, abgestellt wird; sofern das Angebot vor diesem Tag vorangemeldet wurde, bleibt es bei der Massgeblichkeit der Voranmeldung. Dieser neue Regelungsvorschlag ist aus mehreren Gründen abzulehnen:
- a) Im Gegensatz zum Eröffnungskurs ist der volumengewichtete Tagesdurchschnittskurs nicht eindeutig feststellbar, was sich daran zeigt, dass die relevanten Informationsträger regelmässig unterschiedliche Zahlen für diesen Kurs vorgeben (u.a. ist häufig unklar, ob nur die börslichen oder auch die ausserbörslichen Transaktionen erfasst werden).
  - b) Unklarheiten werden sich regelmässig auch in Bezug auf den Zeitpunkt des Abschlusses des dem Übernahmeangebot zugrunde liegenden Verpflichtungsgeschäftes ergeben, da damit nicht auf ein nach Aussen unzweifelhaft feststellbares Ereignis (wie die Voranmeldung oder die Veröffentlichung des Angebotes) abgestellt wird.
  - c) Darüber hinaus ist das Abstellen auf das Verpflichtungsgeschäft insofern systemwidrig, als die Angebotspflicht

erst mit dem Vollzug ausgelöst wird.

Die Begründung für das Abweichen von der bewährten Regelung bzw. eine Neuregelung überzeugt aus praktischer Sicht nicht. Der Erwerb einer Beteiligung, mit welcher der 33 1/3% Grenzwert überschritten wird, ist innerhalb von 4 Börsentagen offenzulegen. Wenn in Kenntnis des Überschreitens des angebotspflichtigen Grenzwertes keine Kurssteigerung in den fraglichen Beteiligungspapieren eintritt, sondern mit einer allgemeinen Baisse der Börse der Kurswert sinkt, soll der Anbieter – im Gegensatz zur Begründung – das allgemeine Marktrisiko nicht tragen müssen. In der Praxis veröffentlicht der Erwerber einer Kontrollmehrheit im übrigen regelmässig unmittelbar mit der Offenlegung dieses Erwerbs eine Voranmeldung, um den börsenrechtlichen Mindestpreis einzufrieren.

Klarzustellen wäre im vorgeschlagenen Text auf jeden Fall, dass mit dem "dem Übernahmeangebot zugrunde liegenden Verpflichtungsgeschäft" ausschliesslich ein Erwerb erfasst ist, der den angebotspflichtige Grenzwert erreicht, also beispielsweise ein Erwerb von 25% auch dann nicht erfasst ist, wenn dieser Erwerb tatsächliche Grundlage eines (freiwilligen) Angebotes ist oder wird.

Schliesslich wäre die Schaffung einer Regelung zu prüfen, die eindeutig festlegt, welcher Wechselkurs bei der Bestimmung des Angebotswertes zur Anwendung kommt, wenn in anderen Währungen gehandelte Wertschriften zum Tausch angeboten werden. Hierbei wäre zu berücksichtigen, dass der Wechselkurs schon früh genug mit ausreichender Sicherheit bestimmt werden kann, um auszuschliessen, dass wegen unerwarteter Wechselkursentwicklung der Mindestpreis des Angebots nicht erreicht wird. Sinnvoll wäre das Abstellen auf einen Durchschnittskurs.

**Art. 37 Abs. 3  
REBEHV-EBK**

Der letzte Teil in Abs. 1 ("und die Berechnungsgrundlagen aufzuzeigen") sollte unseres Erachtens gestrichen werden. Die Funktion der Prüfstelle besteht darin, die Angemessenheit, wie sie vom Anbieter berechnet wird, zu überprüfen und zu bestätigen. Entweder wird die Berechnung offengelegt und die Empfänger des Angebots können sich ein eigenes Urteil bilden, oder dann tritt an Stelle der Veröffentlichung die Bestätigung der Prüfstelle, dass die Berechnung des Anbieters angemessen ist.

**Art. 37 Abs. 4  
REBEHV-EBK**

Eine umfassende Unternehmensbewertung geht aus Kostengründen bei kleinen Transaktionen sehr weit. Wenn auch über

einen längeren Zeitraum doch eine gewisse Anzahl Börsenkurse vorliegen, sollte die UEK die Möglichkeit haben, Erleichterungen zu gewähren bzw. kostengünstigere Alternativen zu einer umfassenden Bewertung zuzulassen (u.a. Plausibilisierung des angebotenen Preises aufgrund der verfügbaren Börsenkurse oder anderen Indikatoren, wie z.BV. Net Asset Value bei Investmentgesellschaften).

Zudem sollte klargestellt werden, dass mit dieser Regelung in Verbindung mit der Neuregelung in Abs. 1 (Bezugnahme auf die letzten 30 Tagesdurchschnittskurse) keine Ausdehnung der relevanten Periode für die Berechnung des Mindestpreises verbunden ist. Diese Periode sollte insgesamt nicht länger als die erwähnten 30 Börsentage sein, unabhängig davon, ob an jedem Tag ein Börsenkurs zustande kommt.

**Art. 38 Abs. 1 REBEHV-EBK** Der Einbezug der mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnden Personen bei der Preisbestimmung des vorangegangenen Erwerbs ist sachlich richtig, darf aber nur ab dem Zeitpunkt der "gemeinsamen Absprache" erfolgen, wie dies die Begründung und die bisherige Praxis vorsehen, nicht jedoch der Wortlaut der Bestimmung, welcher dementsprechend anzupassen ist.

**Art. 39 Abs. 2 REBEHV-EBK** Die Abgeltung des Angebotspreises durch Effekten, womit neu Schuldpapiere eingeschlossen werden, ist zu begrüssen (Art. 39 Abs. 1 REBEHV-EBK); allerdings ist in Art. 39 Abs. 2 REBEHV-EBK vorgesehen, dass die Abgeltung mittels Tausch gegen Effekten dann nicht zulässig ist, wenn ein vorausgegangener Erwerb einer ein Pflichtangebot auslösenden Beteiligung gegen Barzahlung stattgefunden hat. Gemäss der Begründung widerspreche ein Tauschangebot dann dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre, wenn – was gemäss Art. 39 Abs. 2 BEHV-EBK ausdrücklich zulässig ist - ein Anbieter, der eine den Grenzwert überschreitende Beteiligung gegen Barzahlung erwirbt, den anderen Aktionären ein Umtauschangebot unterbreitet. Diese vorgeschlagene Neuregelung ist abzulehnen. Zum einen überzeugt die Berufung auf den Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre insofern nicht, als das Börsengesetz beim Angebotspreis gerade keine absolute Gleichbehandlung der Aktionäre statuiert, und eine Kontrollprämie ausdrücklich zulässig ist. Zum anderen ist der Neuvorschlag in rechtlicher Hinsicht insofern unklar, als auf den "vorausgegangenen Erwerb einer das Pflichtangebot auslösenden Beteiligung" abgestellt wird, ohne dass der Umfang dieses Beteiligungskaufes definiert wird. Somit bleibt unklar, ob ein Aktionär, der beispielsweise über 32 % der Stimmrechte ver-

fügt, dann kein Umtauschangebot mehr machen darf, wenn er über die Börse weitere 1.5 % erwirbt. Unklar ist beispielsweise auch, was gelten soll, wenn der Erwerber zwar ein Kontrollpaket kauft, aber beispielsweise 75% des Preises in Effekten erlegt und 25% in bar. Darf er dann ein volles Umtauschangebot machen, weil er einzig die (zulässige) Prämie in bar erlegt hat?

Aus Sicht des Kapitalmarktes wird die vorgeschlagene Neuregelung Übernahmen bzw. Kontrollwechsel erschweren oder sogar verhindern (ohne dass bisher Missbräuche festzustellen gewesen wären): ein kontrollierender Aktionär wird oft gegen bar aussteigen wollen, einem Anbieter kann die Finanzierung eines Barangebotes nicht gelingen (wohl aber eines Umtauschangebotes) oder oft möchte der Anbieter seine Aktionärsbasis im Rahmen eines Kontrollerwerbs durch Aktientausch erweitern.

**Art. 39 Abs. 3  
REBEHV-EBK**

Ein generelles Verbot des Tausches gegen "nicht regelmässig gehandelte Effekten (Art. 37 Abs. 4)" ist sachlich nicht gerechtfertigt, kann doch gerade als Folge des Tauschangebotes ein regelmässiger Handel entstehen. Regelungsansatz sollte bei "nicht regelmässig gehandelten Effekten" auch in diesem Zusammenhang – wie in Art. 37 Abs. 4 REBEHV-EBK – die Bewertungsthematik sein.

Der Widerspruch zwischen Art. 39 Abs. 3 REBEHV-EBK und Art. 42 Abs. 2 REBEHV-EBK ist zu klären; aus letzterer Bestimmung lässt sich die Zulässigkeit des Tausches gegen "Effekten mit einem illiquiden Markt (Art. 37 Abs. 4)" ableiten.

**Art. 40 Abs. 1  
REBEHV-EBK**

Die bisherige Regelung mag gemäss der Begründung eine "redaktionell verunglückte Regelung" sein, sie hatte aber den Vorteil, dass sie praktikabel war, was in der neuen Fassung nicht unbedingt der Fall ist. Aus technischen Gründen wird das Tauschverhältnis in der Regel einige Tage vor der Veröffentlichung festgelegt, womit die Erfüllung dieser Bestimmung erst post festum festgestellt werden kann.

Es ist zudem realitätsfremd zu meinen, die Wahl zwischen einem Bar- und einem Tauschangebot erfolge im Wesentlichen aus Gründen der Kaufpreisoptimierung. Bei dieser Entscheidung sind bedeutend wichtigere Überlegungen massgebend, wie z.B. Verfügbarkeit von liquiden Mitteln für ein Barangebot, Gewinnen der Aktionäre der Zielgesellschaft als Aktionäre des Anbieters). Unseres Erachtens sollte die bisherige Fassung beibehalten werden.

## 2.2 UEV-UEK

**Art. 4 Abs. 2 REUEV-UEK** Hier wäre klarzustellen, dass rein gesellschaftsrechtliche Kapitalrestrukturierungen, die ohne ein die Übernahmebestimmungen auslösendes Rechtsgeschäft abgewickelt werden, nicht Übernahmerecht erfasst werden. Als Beispiel sei die freiwillige Zusammenlegung von Aktien genannt.

**Art. 10 Abs. 6 REUEV-UEK** Die "best price rule" soll mit einer Dauer von neu 12 Monaten in der Verordnung verankert werden. Auch wenn die Notwendigkeit einer Ausdehnung der "best price rule" über die Nachfrist hinaus sachgerecht ist, sind 12 Monate eine zu lange Zeitspanne. Es muss einem Anbieter möglich sein, 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist über den Markt weitere Titel zu kaufen oder ein zweites Angebot zu einem allenfalls höheren Preis zu unterbreiten.

Im Zuge der Verankerung der "best price rule" in der Verordnung ist klarzustellen, dass bezüglich der Einhaltung der dieser Regel der Abschlusses des Verpflichtungsgeschäftes massgebend ist bzw. die Regel im Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäftes eingehalten werden muss (die Begründungen zu Art. 10 Abs. 6 REUEV-UEK und zu Art. 38 REBEHV-EBK sind in dieser Hinsicht widersprüchlich). Damit wird sichergestellt, dass bei einem vorausgehenden Erwerb eine Prämie gezahlt werden kann unabhängig davon, ob dieser Erwerb in oder kurz nach Ablauf der Angebotsfrist vollzogen wird. Dies ist in einer Konstellation wichtig, in welcher der Anbieter vor der Voranmeldung den Kauf einer nicht die Angebotspflicht auslösenden Beteiligung derart bedingt abschliesst, dass der Erwerb nur dann rechtswirksam wird (oder bleibt), wenn in dem diesem bedingten Erwerb folgenden Angebot eine bestimmte Annahemequote erreicht wird. Das Bedürfnis für derart ausgestaltete Transaktionen ist gerechtfertigt, bedingt aber, dass das Verpflichtungsgeschäft – und nicht das Verfügungsgeschäft – in bezug auf die Einhaltung der "best price rule" massgebend ist.

Schliesslich möchten wir auch anregen, dass bereits in dieser Verordnung Klarheit geschaffen wird, wie die "best price rule" zu interpretieren ist, falls der Anbieter Beteiligungsrechte via Optionen erwirbt (v.a. Behandlung der Optionsprämie).

**Art. 13 Abs. 1 REUEV-UEK** Die Bedingungen eines Übernahmeangebotes müssen gemäss dem neuen Vorschlag – abgesehen vom Kriterium, dass der Anbieter selbst den Bedingungseintritt grundsätzlich nicht beeinflussen kann – lauter sein. Gemäss der Begründung ist diese Anforderung an die Bedingungen derart zu verstehen, dass

"Bedingungen, welche die Zielgesellschaft zu einem unlauteren Handeln anhalten würden, unzulässig sind". Das Kriterium der Unlauterkeit lässt einen zu weiten Interpretationsspielraum, insbesondere dann, wenn die Lauterkeitsfrage funktional beurteilt werden sollte. Maßstab für die Beurteilung der Zulässigkeit von Bedingungen sollte vielmehr sein, ob die Zielgesellschaft zu einem Verhalten angehalten wird, dass aktienrechtlich unzulässig ist.

**Art. 17 Abs. 1<sup>bis</sup> REUEV-UEK**

Die Nachführungspflicht des Angebotsprospektes, sofern der Anbieter während der Dauer des Angebots Kenntnis von für das Angebot wesentlichen Informationen erlangt, ist im Grundsatz zu begrüssen; allerdings sollte beispielhaft eine Aufzählung erfolgen, was als wesentliche Informationen gelten soll, damit der Anbieter von vorneherein mehr Klarheit über die Nachführungspflicht erhält und Auswüchse dieser Pflicht von vorneherein unterbunden werden.

**Art. 18 Abs. 2 REUEV-UEK**

Die Erfahrung zeigt, dass elektronische Medien einen Angebotsprospekt bzw. dessen Zusammenfassung wegen ihres Umfangs nicht veröffentlichen (können). Wir schlagen deshalb vor, dass der Anbieter den elektronischen Medien eine kurze Mitteilung zukommen lässt, die den eigentlichen Beginn des Angebots bekannt gibt und die wichtigsten Angebotsbedingungen enthält. Wir möchten auch festhalten, dass eine Veröffentlichung des Prospekts bzw. seiner Zusammenfassung in den elektronischen Medien wohl meist zur Verletzung der mit dem Angebot verbundenen Verkaufsbeschränkungen führt.

**Art. 24 Abs. 5 REUEV-UEK**

Der Vorschlag sollte durch eine Ausnahme ergänzt werden für den Fall, dass das Tauschangebot in Effekten einer neu gegründeten und zu kotierenden Gesellschaft erfolgt (z.B. Swiss Life in Swiss Life Holding oder auch üblich bei einem Zusammenschluss von zwei kotierten Unternehmen). In einem solchen Fall macht eine Bewertung keinen Sinn.

**Art. 25 Abs. 2 REUEV-UEK**

Die Prüfstelle muss vom Anbieter unabhängig sein, was sachlich richtig ist. Zudem sollte diese Unabhängigkeit auch gegenüber der Zielgesellschaft und wichtigen Aktionären gelten. Das Beispiel Centerpulse hat gezeigt, dass hier klarere Grundsätze betreffend Unabhängigkeit der Prüfstelle erforderlich sind. Insbesondere sollte in dieser Verordnung auch geregelt werden, ob sog. "Chinese Walls" innerhalb der grossen Revisionsfirmen zur Gewährleistung der Unabhängigkeit genügen. Nach der Begründung ist unzulässig, dass die "Hausbank" gleichzeitig auch Prüfstelle ist. Der Begriff "Hausbank" bleibt

unklar.

**Art. 26 Abs. 1 lit. d REUEV-UEK** Der letzte Teil in lit. d ("sowie die entsprechenden Berechnungen hierfür") sollte gestrichen werden. Die Funktion der Prüfstelle besteht darin, die Angemessenheit der Leistungen, wie sie vom Anbieter berechnet werden, zu überprüfen und zu bestätigen. Entweder wird die Berechnung offengelegt und die Empfänger des Angebots können sich ein eigenes Urteil bilden, oder dann tritt an Stelle der Veröffentlichung die Bestätigung der Prüfstelle, dass die Berechnungen des Anbieters angemessen sind.

**Art. 29 Abs. 2 REUEV-UEK** Gleich wie die Nachführungspflicht des Anbieters ist die Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, seinen Bericht bei "Vorliegen von für das Angebot wesentlichen Entwicklungen nachzuführen", zu begrüssen; allerdings gilt auch hier, dass diese Pflicht durch die Verordnung selbst konkretisiert werden sollte.

**Art. 29 Abs. 2 REUEV-UEK** Sofern der Bericht des Verwaltungsrates konkrete Angaben über zukünftig zu erwartende Ergebnisse der Zielgesellschaft beinhaltet, wird neu verlangt, dass die Grundlagen für diese Angaben offen zu legen sind. Diese vorgeschlagene Ergänzung bezüglich der Wahrheit und Vollständigkeit der im Bericht des Verwaltungsrates veröffentlichten Informationen ist zu begrüssen. In der Begründung wird darauf hingewiesen, dass insbesondere im Rahmen feindlicher Übernahmetransaktionen die Darstellung der in naher Zukunft zu erwartenden Ergebnisse einer genauen Prüfung bedürfe, "welche naturgemäss durch die Prüfstelle vorzunehmen ist". Die Prüfstelle, die durch den Anbieter mandatiert wird, ist in keiner Weise geeignet, eine solche Prüfung vorzunehmen; der Interessenkonflikt wäre bei dieser Prüfung offensichtlich. Entweder ist es Sache des Anbieters, diese Zahlen in einem Verfahren vor der UEK in Zweifel zu ziehen oder es muss z.B. eine zweite Prüfstelle eine solche Überprüfung vornehmen.

Zudem können zukunftsgerichtete Angaben nur daraufhin geprüft werden, ob sie aufgrund einer sorgfältigen Analyse gemacht wurden, nicht auf offensichtlich falschen Annahmen beruhen und in genügendem Ausmass die Annahmen und mithin Risiken der Aussagen offen legen. Eine darüber hinausgehende, eigentliche Prüfung des materiellen Gehalts der Angaben durch die Prüfstelle ist auf jeden Fall unmöglich. Wenn, wie im Verordnungstext verlangt, die Grundlagen offenzulegen sind, auf denen die Angaben über zukünftig zu erwartende Ergebnisse der Zielgesellschaft beruhen, müssten sich die Akti-

onäre der Zielgesellschaft, welche "ihr" Unternehmen und dessen Potential kennen sollten, ein eigenes Urteil über die Wertehaltigkeit dieser Angaben machen können.

**Art. 29 Abs. 5  
REUEV-UEK**

Abzulehnen ist der Vorschlag – er entspricht allerdings schon der Praxis – dass, wenn der Verwaltungsrat seine Stellungnahme zum Angebot auf eine Fairness Opinion abstützt, diese "dem Gebot der Vollständigkeit und der Transparenz zu genügen hat und integrierender Bestandteil des Berichtes wird" (Art. 29 Abs. 5 BEHV-EBK).

Abgesehen davon, dass diese Regelung die Haftungslage der Ersteller einer Fairness Opinion verändern kann, wird dadurch die kürzlich erfolgte Praxisänderung normiert, wonach – so die Begründung – die Nennung der Bewertungsgrundlagen und -methoden nicht mehr genügt, sondern der Ersteller der Fairness Opinion auch die konkret herangezogenen Grundlagen und angewandten Parameter (beispielsweise konkrete Business Pläne des Unternehmens, Diskontierungssätze, Nennung von Transaktionen, die zu Vergleichszwecken herangezogen werden, historische Kursbetrachtungen, u.a.) offen zu legen hat. Aus Sicht der betroffenen Unternehmen ist besonders stossend, dass konsequenterweise auch die Business Pläne, welche diesen Bewertungen zu Grunde liegen, offen gelegt werden müssten. Solche Pläne (aber beispielsweise auch Diskontsätze, da diese typischerweise auch für interne Investitionsentscheidungen Verwendung finden) können Konkurrenten des Zielunternehmens (die oft auch Konkurrenten des Anbieters sind) wertvolle Informationen vermitteln, ohne dass ein Bedürfnis dafür ersichtlich wäre. In diesem Zusammenhang ist auch auf Art. 697 Abs. 2 OR (Auskunftsrecht des Aktionärs) zu verweisen, welcher das Auskunftsrecht auf Aspekte beschränkt, welche für die Ausübung der Aktionärsrechte erforderlich sind und eine Auskunftsverweigerung zulässt, wenn dadurch Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft gefährdet werden.

Sodann ist beizufügen, dass die geforderte höhere Transparenz nicht den Übernahmeregeln in USA und UK entspricht, die eine solche Information nicht verlangen.

Generell genügt u.E. der Ruf und die Reputation der eine Fairness Opinion abgebenden Bank oder Revisionsstelle, um Missbräuche (die auch bisher auch nicht bekannt wurden) zu bekämpfen.

- Art. 29 Abs. 6 REUEV-UEK** Wer eine Fairness Opinion erstellt, muss auch von der Zielgesellschaft unabhängig sein. Gälte die "Hausbank" hier nicht als von der Zielgesellschaft unabhängig (s. auch Stellungnahme zu Art. 25 Abs. 2 REUEV-UEK), wäre diese Bestimmung praxisfremd. Die Unabhängigkeit des Erstellers einer Fairness Opinion ist im Fall eines Going Private zwingend. Bei der Übernahme durch einen unabhängigen Dritten zieht die Zielgesellschaft aber vielfach ihre "Hausbank" zur Beratung bei, die dann auch die allfällige Fairness Opinion erstellt. Solches Vorgehen ist im Ausland Usanz.
- Art. 31 REUEV-UEK** Entgegen der Praxis der UEK wäre zu prüfen, ob statt einer Pflicht zur Beseitigung von Interessenkonflikten (die in solcher Gestalt einmalig sein dürfte, jedenfalls im Vergleich zu den grossen, viel strenger regulierten Märkten USA und UK), nicht die Offenlegung derselben ausreichend sein müsste. Gleiches gilt für den "Interessenkonflikt" eines Beraters, der auch sonst für die Gesellschaft tätig ist und deshalb nach heutiger Praxis keine "gültige" Fairness Opinion abgeben darf, zumindest keine, die den Interessenkonflikt beseitigt. Im Ausland reicht die Offenlegung der entsprechenden Honorare; die Meinungsbildung wird dem jeweiligen Aktionär überlassen. In jedem Fall wäre festzuhalten, dass die Tätigkeit als technische Abwicklungsstelle keinen Interessenkonflikt hinsichtlich der Abgabe der Fairness Opinion schafft.
- Art. 35 Abs. 1 lit. e REUEV-UEK** Hier wäre zu prüfen, ob Käufe von eigenen Beteiligungsrechten durch die Zielgesellschaft nicht im Rahmen des üblichen Market Making zulässig sein sollten.
- Im Übrigen unterliegt ja neu auch die Zielgesellschaft der Meldepflicht gemäss Art. 37 Abs. 1 REUEV-UEK
- Art. 46 Abs. 2 REUEV-UEK** Hier stellt sich uns die Frage, weshalb dieser Absatz gestrichen wird und wie bzw. wo das Endergebnis stattdessen zu veröffentlichen ist.
- Art. 55 Abs.4, 55<sup>bis</sup> Abs. 2 REUEV-UEK** Empfehlungen der UEK und verfahrenleitende Anordnungen sollten auch - vielleicht sogar ausschliesslich - mittels des heute vorherrschenden E-Mails übermittelt werden. Das erlaubt eine rasche, einfache Weiterleitung der zum Teil umfänglichen Dokumente an die oft zahlreichen in eine Transaktion involvierten Parteien.

### **3. Zusätzliche Revisionspunkte**

#### **3.1 Spezielles Sanierungsregime**

Bis zum Abschluss der Sanierung sollten besondere Offenlegungsregelungen greifen; erst der Vollzug der Sanierung und nicht schon das Engagement eines Neuinvestors zur Beteiligung an der Sanierung erfüllt den Offenlegungstatbestand; parallele Sanierungsbemühungen oder identisches Sanierungsverfahren für mehrere Personen sind noch keine "Gruppenbildung". Davon abgesehen, ist der Tatbestand des Art. 33 Abs. 1 lit. a BEHV-EBK (Ausnahme von der Angebotspflicht im Meldeverfahren, wenn der Grenzwert im Rahmen einer Sanierung infolge einer zur Verlustverrechnung durchgeführten Kapitalherabsetzung und umgehenden Kapitalerhöhung überschritten wird) generell auf Sanierungen auszuweiten; auf einschränkende Tatbestandselemente sollte mithin verzichtet werden.

#### **3.2 Konkurrierende Angebote**

Aus Sicht der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sollte die Verordnung für konkurrierende Angebote einen Regelungsrahmen bereitstellen, sodass eine Konkurrenzsituation in ein eigentliches Auktionsverfahren übergeführt werden kann; eine solche Regelung läge v.a. auch im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft. Ihre Kernelemente Angebote könnten etwa sein:

- a) vollkommene Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft in einer Konkurrenzsituation;
- b) Einschränkung der Zeitspanne, innert welcher ein höheres Angebot als das konkurrierende Angebot unterbreitet werden darf;
- c) das höhere Angebot als das konkurrierende Angebot untersteht der Bedingungsregelung der Pflichtangebote.

Im Rahmen einer Revision wären die bestehenden Mängel der Ordnung über die konkurrierenden Angebote durch neue Regeln zu ersetzen, die v.a. den Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft und der Zielgesellschaft selbst Rechnung trügen, gleichzeitig jedoch den Zweck erfüllten, konkurrierende Angebote zu fördern.

Die wenigen spezifischen Vorschläge, welche für die Art. 49-51 UEV-UEK erfolgen, können diesem Anspruch nicht genügen wir haben bewusst auf eine detaillierte Stellungnahme zu diesen in der Praxis nicht unumstrittenen Vorschlägen verzichtet.

#### **3.3 Einreihung der Generalversammlung in feindliches Übernahmeverfahren**

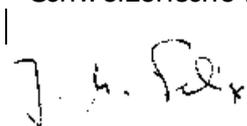
Nicht auf Stufe der Verordnung kann unseres Erachtens die Frage der Einreihung einer Generalversammlung in den Ablauf eines feindlichen Übernahmeverfahrens geregelt werden, obwohl eine solche Regelung nötig wäre, um bei Stimmrechts- oder Übertragungsbeschränkungen sicherzustellen ist, dass die Aktionäre (und nicht der Verwaltungsrat) über das Zustandekommen eines Angebotes entscheiden können.

**C. Abschliessende Bemerkungen**

Wir bedauern, dass diese Vorlage zu vielen offenen Fragen keine Lösungsvorschläge enthält (z.B. offenlegungsrechtliches "carve out" während der Sanierungsphase einer Gesellschaft, Behandlung von Derivaten, Einreihung einer für die Abschaffung von Stimmrechts- oder Übertragungsbeschränkungen erforderlichen Generalversammlung in den Ablauf eines feindlichen Übernahmeangebotes, Auktionsverfahren bei konkurrierenden Übernahmeangebotes).

Wir Sie obigen Ausführungen entnehmen können, wirft das Revisionsvorhaben unse-  
rerseits mehr Fragen auf, als es bei erstem Hinsehen den Anschein macht. Insgesamt  
sind wir der Auffassung, die Gelegenheit wäre zu nutzen, die noch offenen Fragen in  
diesem Bereich z.B. durch eine kleine Expertengruppe vertieft zu behandeln und einer  
nachhaltigen Lösung zuzuführen. Ein Zeitdruck, der einer solchen Überprüfung ent-  
gegenstände, besteht u.E. nicht.

Mit freundlichen Grüssen  
Schweizerische Bankiervereinigung



J.-M. Felix



C. Winzeler