

UBS AG
Postfach
8098 Zürich
Tel. +41-44-234 11 11

Transactions Legal

Patrick Waser
Europastrasse 1
CH-8152 Opfikon
Tel. +41-44-239 46 10
Fax +41-44-239 48 09
patrick.waser@ubs.com

www.ubs.com

Schweizerische Übernahmekommission
Selnastrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich
per Email an counsel@takeover.ch

24. Mai 2012

Stellungnahme zur Vernehmlassung betreffend die Gleichbehandlung in öffentlichen Tauschangeboten

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme zur Gleichbehandlung in öffentlichen Tauschangeboten und halten dazu das Folgende fest.

Die Revision führt zu einer Angleichung des Schweizerischen Übernahmerechts an das EU-Übernahmerecht und erhöht die Gleichbehandlung der Aktionäre. Dieser Schritt ist grundsätzlich begrüßenswert. Dennoch möchten wir auf die nachfolgenden Aspekte hinweisen, welche mit der Revision verbunden sind.

1. Erwerb von Beteiligungspapieren gegen bar, wenn der Tauschtitel liquid ist

Grundsätzlich begrüßen wir die Erleichterung gegenüber der aktuellen Praxis, wonach Käufe gegen bar nach Ablauf der Nachfrist zukünftig möglich werden. U. E. ist die tatsächliche Erleichterung gegenüber der bisherigen Situation jedoch davon abhängig, unter welchen Umständen ein Tauschtitel als „liquid“ gilt. Überdies erlauben wir uns einen Hinweis auf das EU-Recht.

1.1 Zur Liquidität des Tauschtitels

Aus Gründen der Rechtssicherheit ist es u.E. für die an einem Übernahmeangebot beteiligten Parteien wichtig, bereits bei Lancierung des Angebots abschätzen zu können, ob der betreffende Tauschtitel als liquid im Sinne dieser Regelung gilt oder nicht. Betreffend die Bestimmung der Liquidität des Tauschtitels erlauben wir uns daher die folgenden Anmerkungen, wobei wir uns auf das bereits vorhandene Liquiditätskriterium gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 2 abstützen.

Bei der Beurteilung der Liquidität des Tauschtitels ist u.E. zu unterscheiden zwischen bereits kotierten (z.B. Übernahme von Jelmoli durch Swiss Prime Site AG) und neu zu kotierenden Tauschtiteln (z.B. Übernahme von Golay-Buchel SA durch Norinvest SA).

- **Bereits kotierte Tauschtitel:** Es kann auf die bisherige Liquidität des bereits kotierten Tauschtitels abgestützt werden. Tendenziell wird sich die Liquidität durch die erhöhte Marktkapitalisierung infolge der Übernahme der Zielgesellschaft erhöhen. Sollte der Tauschtitel bis anhin nicht liquid gewesen sein, so wären die Liquidität sowohl des Tauschtitels als auch die Liqui-

dität des Titels der Zielgesellschaft gemeinsam zu betrachten. Ein Abstellen auf die Liquidität des Tauschtitels allein kann unter Umständen nicht sachgerecht sein.

- *Neu zu kotierende Tauschtitel:* Grundsätzlich kann auf die Liquidität abgestützt werden, welche der Titel der Zielgesellschaft bisher aufgewiesen hat, sofern die neuen Titel kotiert werden. Dieser wird i.d.R. durch den Tauschtitel ersetzt, dessen Liquidität erwartungsgemäss nicht unter derjenigen des Titels der Zielgesellschaft liegt.

1.2 Inkonsistenz des eingeschränkten Erwerbs gegen bar mit EU-Recht

Der Vorschlag zur Revision in der Vorangebotsphase (Beschränkung des Erwerbs gegen bar auf 10%, ohne allen Angebotsempfängern nachfolgend eine Baralternative anbieten zu müssen) lehnt sich stark an die Regelung im EU-Raum an, insbesondere an diejenige in Grossbritannien. Mit der Regelung betreffend die Nachangebotsphase wird jedoch erheblich (verschärfend) von der in der EU vorherrschenden Regelung abgewichen. Keines der in den Vernehmlassungsunterlagen erwähnten EU-Länder kennt eine Einschränkung betreffend den Erwerb von Beteiligungspapieren gegen bar nach Ablauf der Angebotsfrist auf liquide Titel allein; im Gegenteil: auch illiquide Titel dürfen nach Ablauf der Frist gegen bar erworben werden. Daher stellt sich grundsätzlich die Frage, ob eine Rechtsangleichung an ausländisches (i.C. EU-Recht) Recht nur partiell erfolgen soll, oder ob zumindest dem Grundsatz nach eine ganzheitliche Angleichung stattzufinden hätte. Regelwerke einzelner Rechtsgebiete sind in sich allgemein konsistent. Die Übernahme lediglich einzelner ausländischer Bestimmungen in die Regelwerke eigener Rechtsgebiete birgt daher die Gefahr der Schaffung von Inkonsistenzen. U.E. sollte eine Rechtsangleichung daher zumindest in den Grundzügen ganzheitlich erfolgen.

Wir ersuchen Sie daher, die gegenüber dem EU-Recht einschränkende Regelung betreffend den Erwerb von Beteiligungspapieren nach Ablauf der Nachfrist grundsätzlich zu überdenken und auch hier eine Angleichung an das EU-Recht in Betracht zu ziehen.

1.3 Anregung für eine künftige Gesetzesrevision: Angleichung der Grenze zur Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere an die EU-Bestimmungen

Die Schweiz kennt erheblich strengere Bestimmungen betreffend die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere als die EU. Gemäss EU-Übernehmerichtlinie haben die Mitgliedstaaten die Schwelle für den Ausschluss von Minderheitsaktionären auf mindestens 90% zu setzen (Art. 15 Abs. 2 lit. a Übernehmerichtlinie). Maximal darf die Grenze bei 95% gesetzt werden. Die Schweiz liegt mit 98% erheblich über dem EU-Maximum. Während sich in der EU selbst nach strengster Regelung noch 5% der Aktien im Free Float befinden dürfen, liegt diese Schwelle in der Schweiz bei 2%. Diese 2% Aktien stellen lediglich 40% und somit weniger als die Hälfte der nach strengster Regelung in einem EU-Land erlaubten 5% Aktien dar.

Wir regen daher an, mittelfristig eine Senkung der Grenze zur Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere auf EU-Niveau in Erwägung zu ziehen.

2. **Vorschlag: Generelle Ausnahme für Umstrukturierungen/Einführungen von Holdingstrukturen bei liquiden Tauschtiteln**

Die Einführung einer Holding-Struktur erfolgt i.d.R. via ein öffentliches Umtauschangebot, bei welchem den bisherigen Aktionären eine (allenfalls auch mehrere) Holding-Aktie(n) gegen ihre bisherige Stammhaus-Aktie angeboten wird. Dabei handelt es sich um ein technisches Tauschangebot, welches an der wirtschaftlichen Situation der Aktionäre sowie der Beteiligungs- und Kontrollverhältnisse nichts ändert. Die Attraktivität eines solchen Angebots kann daher auch nicht durch eine Prämie erhöht werden (da

Anbieter und Zielgesellschaft wirtschaftlich identisch sind und keine ökonomischen Werte von aussen zufließen). Solche Umstrukturierungen dürfen u.E. nicht zusätzlich erschwert werden, indem Anbietern erschwert wird, die Grenze zur Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere von 98% zu erreichen. Im Fall von Umstrukturierungen/Einführungen von Holding-Strukturen sollte dem Anbieter mindestens im Fall eines liquiden Titels jederzeit erlaubt sein, Beteiligungspapiere gegen bar zu erwerben. Zwar wird der Tauschtitel erst mit dem Vollzug des Angebots kotiert, wirtschaftlich handelt es sich jedoch um dasselbe Beteiligungspapier, so dass auf die Liquidität des bisher kotierten Beteiligungspapiers abzustellen ist (vgl. dazu auch obige Ausführungen in Ziff. 2.1).

Wir schlagen daher vor, dem Anbieter im Fall einer Umstrukturierung/Einführung einer Holdingstruktur jederzeit zu erlauben, Beteiligungspapiere gegen bar zu erwerben, auf die sich das Angebot bezieht, sofern diese Titel liquid sind. Dies auch, wenn der explizite Zweck solcher Rückkäufe einzig das Erreichen der 98% Schwelle ist. Die Aktionäre werden dadurch nicht schlechter gestellt, da jeder jederzeit seine alten Titel bzw. seine neuen Titel aufgrund der gegebenen Liquidität des Titels verkaufen kann.

Wir bitten Sie höflich, die vorliegende Stellungnahme wohlwollend zu berücksichtigen. Bei allfälligen Fragen zu den vorstehenden Ausführungen stehen Ihnen die Unterzeichnenden jederzeit gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

UBS AG

Dr. Sebastian Harsch
Executive Director

Patrick Waser
Director

von der crone rechtsanwälte

von der Crone Rechtsanwälte AG
Samariterstrasse 5, CH-8032 Zürich
Telefon +41 44 267 59 59
Telefax +41 44 267 59 00
www.vondercrone.ch

Hans Caspar von der Crone
Prof. Dr. iur., LL.M. (Yaie), Rechtsanwalt
Direktwahl +41 44 267 59 01
hanscaspar.vondercrone@vondercrone.ch
Eingetragen im Anwaltsregister

Franz J. Kessler
Dr. iur., LL.M. (Harvard), Rechtsanwalt
Direktwahl +41 44 267 59 03
franz.j.kessler@vondercrone.ch
Eingetragen im Anwaltsregister

Per E-Mail
Übernahmekommission
Prof. Luc Thévenoz, Präsident
Selnastrasse 30
Postfach
8021 Zürich

Zürich, 24. Mai 2012

Revision der Übernahmeverordnung

Sehr geehrter Herr Präsident, sehr geehrte Damen und Herren Kommissionsmitglieder

Mit Schreiben vom 4. Mai 2012 haben Sie uns eingeladen, zur geplanten Revision der Übernahmeverordnung über die Gleichbehandlung bei öffentlichen Tauschangeboten Stellung zu nehmen, wofür wir uns bedanken. Im Namen unserer Anwaltskanzlei von der Crone Rechtsanwälte AG übermitteln wir Ihnen hiermit gerne unsere Überlegungen. Dabei konzentrieren wir uns auf die zentrale Bestimmung des vorgeschlagenen Art. 9a Abs. 4 E-UEV, welcher gemäss seinem Wortlaut ausschliesslich für freiwillige öffentliche Tauschangebote gelten soll.

A) Ausgangslage

1. Wer heute ein freiwilliges öffentliches Tauschangebot unterbreitet, ist grundsätzlich nicht verpflichtet, eine Baralternative anzubieten. Gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 4 ist Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA hier nicht anwendbar, und zwar auch dann nicht, wenn das freiwillige Angebot die Schwelle überschreitet, bei der die Angebotspflicht ausgelöst würde. Falls der Anbieter eines freiwilligen öffentlichen Tauschangebots aber *während der Angebotsfrist* oder *während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist* (Art. 10 UEV) Beteiligungspapiere gegen Barzahlung erwirbt, muss er allen Angebotsempfängern eine Baralternative bieten.
2. Erwirbt der Anbieter eines freiwilligen öffentlichen Tauschangebots ausserhalb dieses Angebots Beteiligungspapiere gegen Barzahlung, so muss die Barzahlung zur Einhaltung der Gleichbehandlungspflicht nach Art. 9 und 10 UEV gemäss der heutigen Praxis der Übernahmekommission folgenden Kriterien entsprechen (vgl. Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Zürich 2009, S. 275 f. und Fussnoten 1209 und 1210 m.w.H.):
 - a) Bei einem Erwerb *während der Angebotsfrist* bzw. bis zum Ende der Nachfrist darf der Kaufpreis maximal dem Kurs der zum Tausch angebotenen Titel im Zeitpunkt des Erwerbs ausserhalb des Angebots entsprechen. Während dieser Zeitspanne ist also für jeden Erwerb ausserhalb des Angebots separat zu prüfen, ob der Referenzpreis im Erwerbszeitpunkt nicht überschritten wird.

b) Bei einem Erwerb *während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist* des Angebots darf der Kaufpreis maximal dem Kurs der zum Tausch angebotenen Titel im Zeitpunkt des Vollzugs des Angebots entsprechen. Damit ist während der gesamten Sechsmonatsfrist nach Vollzug des Angebots ein einheitlicher Referenzpreis zu beachten.

B) Vorschlag für Art. 9a Abs. 4 E-UEV

3. Die UEK schlägt nun vor, ihr Rundschreiben Nr. 4 aufzuheben und durch einen neuen Art. 9a E-UEV zu ersetzen, der sich ausschliesslich mit der Gleichbehandlung bei öffentlichen Tauschangeboten befasst.
4. Gemäss Art. 9a Abs. 3 E-UEV muss der Anbieter eines freiwilligen öffentlichen Tauschangebots immer dann eine Baralternative anbieten, wenn er *während der Angebotsfrist* bis zum Vollzug ausserhalb des Angebots Beteiligungspapiere gegen Barzahlung erwirbt. Das entspricht für diese Konstellation im Wesentlichen der bisherigen Rechtslage.
5. Gemäss Art. 9a Abs. 4 E-UEV soll sich die Rechtslage aber bei einem Erwerb von Beteiligungspapieren gegen Barzahlung *während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist* eines freiwilligen öffentlichen Tauschangebots wie folgt ändern: Gemäss diesem Vorschlag wäre der Anbieter von der Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative immer dann befreit, wenn die im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Tauschangebots zum Tausch angebotenen Effekten liquid sind.
6. Weder der Vorschlag der UEK für Art. 9a E-UEV noch die Erläuterungen dazu vom 4. Mai 2012 enthalten einen Hinweis darauf, wie hoch der Maximalpreis in bar bei einem Erwerb ausserhalb des Angebots sein darf, um die Gleichbehandlungspflicht nach Art. 9 und 10 UEV einzuhalten. Somit würde die bisherige, in Ziffer 2 hiervoor erwähnte Praxis der UEK weiterhin gelten: Erfolgt der Erwerb von Beteiligungspapieren ausserhalb des Angebots gegen Barzahlung *während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist*, so darf der Kaufpreis maximal dem Kurs der zum Tausch angebotenen Titel im Zeitpunkt des Angebotsvollzugs entsprechen.

C) Bemerkungen zum Vorschlag

7. Der Vorschlag für die Einführung von Art. 9a Abs. 4 E-UEV wird im Wesentlichen wie folgt begründet: Die heutige Rechtslage verunmöglicht es dem Anbieter (und der mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Zielgesellschaft) im Nachgang zu einem freiwilligen öffentlichen Tauschangebot faktisch während sechs Monaten, Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft für Zwecke wie Market Making, Alimentierung eines Optionsplans oder Erreichen der Squeeze-out Schwellen von 90% bzw. 98% zu erwerben.
8. Zum Market Making: In der Praxis gibt es zwei verschiedene Arten von Market Making, die meist auf einem Vertrag zwischen der Gesellschaft, deren Aktien an einer Börse kotiert sind, mit einer Bank beruhen. Nach der ersten Art wird die Bank engagiert, um im Namen und auf Rechnung der Gesellschaft mit deren eigenen Aktien zu handeln; wenn die Zielgesellschaft mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelt, würde sie tatsächlich den genannten Einschränkungen unterliegen. Nach der zweiten Art kann die Bank aber auch beauftragt werden, in ihrem eigenen Namen und auf eigene Rechnung ein gewisses Market Making zu betreiben, wofür die Gesellschaft der Bank z.B. eine jährliche Kommission bezahlt; in diesem Fall besteht unseres Erachtens auch nach einem öffentlichen Angebot keine Einschränkung, soweit die Bank ihre Aufgabe im Übrigen von der Zielgesellschaft unbeeinflusst wahrnimmt und damit nicht in gemeinsamer Absprache handelt.

9. Abgesehen davon ist ein echtes Market Making durch Gesellschaft (bzw. durch eine Bank im Namen und auf Rechnung der Gesellschaft), welche mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelt, durch die Best Price Rule ohnehin ausgeschlossen. _Aufgrund der Best Price Rule könnte die Gesellschaft nur kaufen, wenn der Preis unter dem Angebotspreis liegt. Echtes Market Making („einen Markt machen“) bedingt aber das laufende Stellen eines Geld- und eines Briefkurses, was durch die Best Price Rule faktisch verunmöglicht wird.
10. Zur Alimentierung eines Optionsplans: Da Optionspläne grundsätzlich langfristig ausgerichtet sind, wäre auch ein sechsmonatiges Zuwarten mit der Bedienung grundsätzlich zumutbar. Zudem sollte ohnehin jede vorsichtige börsenkotierte Gesellschaften für den Fall eines Übernahmeangebots in ihrem Optionsplan besondere Bestimmungen (z.B. einen Auskauf) vorsehen, um nicht in Konflikt mit den börsenrechtlichen Bestimmungen zu geraten.
11. Zum Erreichen der Squeeze-out Schwellen von 90% und 98%: Das Argument spielt mit Bezug auf die 98% gemäss Art. 33 BEHG heute keine Rolle mehr, da der Anbieter bereits ab Erreichen von 90% das gleiche Ergebnis mit einer Barabfindungsfusion nach Art. 8 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 FusG herbeiführen kann. Wird hingegen die Schwelle von 90% nicht erreicht, ist anzunehmen, dass der gebotene Preis für die Marktteilnehmer zu tief war. Wenn nun nach einem freiwilligen öffentlichen Tauschangebot des Anbieters ohne Wartefrist das Erreichen von 90% durch Zukäufe gegen Barabgeltung ermöglicht werden soll, wird für den Anbieter tendenziell ein Anreiz geschaffen, nur einen knapp genügenden Angebotspreis zu offerieren. Ziel der Regulierung im Übernahmerecht sollte unseres Erachtens aber vielmehr sein, den Anbieter bereits von allem Anfang an zur Unterbreitung eines angemessenen Angebotspreises zu motivieren und möglichst vielen Aktionären einen optimalen Ausstieg zu ermöglichen.
12. Art. 9a Abs. 4 E-UEV würde es erlauben, beim Erwerb von Beteiligungspapieren gegen Barzahlung ausserhalb des Angebots während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist die späteren Barverkäufer gegenüber den Angebotsempfängern ungerechtfertigt zu privilegieren. Ein solches Geschäft wird für die späteren Barverkäufer insbesondere dann attraktiv, wenn der Kurs des Tauschtitels nach dem Vollzug des Angebots sinkt. Diese Privilegierung wird möglich, wenn die UEK bei ihrer bisherigen Praxis bleibt, wonach der Barkaufpreis maximal dem Kurs der zum Tausch angebotenen Titel im Zeitpunkt des Angebotsvollzugs entsprechen darf (vgl. Ziff. 6 hier-vor). Die Privilegierung entstünde grundsätzlich unabhängig davon, ob die zum Tausch angebotenen Titel liquid sind oder nicht, da erfahrungsgemäss bei Weitem nicht alle Empfänger die eingetauschten Titel sofort nach dem Vollzug verkaufen sondern frühestens dann, wenn sich der Kurswert dieses Titels nach unten zu bewegen beginnt. Jedenfalls dürfte sich die Aussicht der Angebotsempfänger eines freiwilligen öffentlichen Tauschangebots, nach dessen Vollzug trotzdem gegen Barzahlung in der Höhe des Kurswerts der Tauschpapiere beim vorangegangenen Angebotsvollzug (d.h. gegenüber einem Kursverlust der Tauschpapiere abgesichert) aussteigen zu können, negativ auf die Annahmequote des Angebots auswirken.
13. Wenn ein Anbieter bei einem freiwilligen öffentlichen Tauschangebot schon keine Baralternative anbietet, dann sollte er nicht auch noch an die Grenzen des Vertretbaren gehen, was das Umtauschverhältnis betrifft. Unter solchen Umständen kann ein Barverkauf nach Ablauf der Nachfrist deutlich attraktiver sein als der Tausch. Das wiederum könnte ausgenutzt werden, um grössere Aktionäre bei Laune zu halten bzw. sogar zu bevorzugen. Theoretisch könnte der Anbieter ihnen signalisieren, sie könnten das Umtauschangebot verstreichen lassen und man werde ihnen die Titel anschliessend gegen bar abkaufen. Das ist überhaupt ein störender Aspekt des Vorschlags in Art. 9a Abs. 4 E-UEV: Er führt bei freiwilligen öffentlichen Tauschangeboten unter bestimmten Voraussetzungen eine Barkaufoption ein, überlässt es dann aber dem Anbieter, welchen Aktionären

sie was anbietet. Das Gleichbehandlungsprinzip bedingt aber, dass eine allfällige Baralternative in den 6 Monaten der Best Price Rule gleichmässig allen Aktionären angeboten wird.

14. Die soeben genannte Schwachstelle des Vorschlags liesse sich allenfalls wie folgt mildern: Art. 9a Abs. 4 E-UEV müsste anstelle des Liquiditätskriteriums (oder zusätzlich zu diesem Kriterium) bestimmen, dass der Barkaufpreis beim Erwerb von Beteiligungspapieren ausserhalb des Angebots während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist maximal dem Kurs der zum Tausch angebotenen Titel im Zeitpunkt des Erwerbs ausserhalb des Angebots entsprechen darf.

Zusammengefasst sehen wir grundsätzlich keinen Bedarf für die Änderung der Regulierung im Sinne des vorgeschlagenen Art. 9a Abs. 4 E-UEV. Sofern die UEK dennoch an diesem Projekt festhalten möchte, könnte die in Ziffern 12 und 13 hiervoor aufgezeigte Schwachstelle gemäss unserem Vorschlag in Ziffer 14 zumindest etwas entschärft werden.

Mit freundlichen Grüssen



Hans Caspar von der Crone



Franz J. Kessler

Dieter Dubs
Dr., LL.M.
+41 58 261 50 00
dieter.dubs@baerkarrer.ch

Mariel Hoch
Dr., Rechtsanwältin
+41 58 261 50 00
mariel.hoch@baerkarrer.ch

**BÄR
& KARRER**

Einschreiben / Vorab per Email

Herrn Prof. Dr. Luc Thévenoz
Präsident der Übernahmekommission
Übernahmekommission
Selnaustrasse 30
8021 Zürich

Zürich, 28. Mai 2012

//did/aaa_stellungnahme b&k did.doc

Vernehmlassung zum Vorschlag der Übernahmekommission "Gleichbehandlung bei öffentlichen Tauschangeboten" vom 4. Mai 2012

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren Kommissionmitglieder

Wir beziehen uns auf den von Ihrer Kommission vorgelegten, kommentierten Entwurf einer Neuregelung der Bestimmungen zur Gleichbehandlung bei öffentlichen Tauschangeboten auf Verordnungsstufe (Art. 9a UEV und damit zusammenhängende Bestimmungen) vom 4. Mai 2012 ("**Vorschlag**"). Die neuen Verordnungsbestimmungen sollen das "UEK-Rundschreiben Nr. 4: Freiwillige öffentliche Tauschangebote" der Übernahmekommission vom 9. Februar 2009 ("**UEK-RS Nr. 4**") ersetzen. Sie haben interessierte Kreise eingeladen, sich bis zum 28. Mai 2012 im Rahmen eines Vernehmlassungsverfahrens zum vorgelegten Vorschlag zu äussern. Wir danken für diese Gelegenheit und nehmen hiermit wie folgt zum Vorschlag Stellung:

1 Allgemeine Überlegungen

1.1 Einleitung

- 1 Wir begrüssen, dass die Übernahmekommission anerkennt, dass die Erfahrungen im Zusammenhang mit Tauschangeboten seit dem Inkrafttreten des revidierten Übernahmerechts am 1. Januar 2009 gezeigt haben, dass die geltende Regelung inklusive UEK-RS Nr. 4 zu einschneidend ist und geeignete Anpassungen erforderlich sind.

1.2 Europakompatibilität kein eigenständiges Argument

- 2 Diverse Gesetzesänderungen im jüngeren Börsen- und Finanzmarktrecht werden durch einen vom Gesetzgeber identifizierten Anpassungsbedarf an die europäische Regelung begründet und als Folge einer fehlenden Anpassung werden Wettbewerbsnachteile des Schweizer Finanz- und Börsenplatzes in Aussicht gestellt.
- 3 Das Übernahmerecht ist auf europäischer Ebene keineswegs einheitlich ausgestaltet, denn die europäische Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote ("**Übernahmerrichtlinie**") lässt den Mitgliedstaaten einen bedeutenden Freiraum in der konkreten Ausgestaltung der Regelung über öffentliche Übernahmeangebote. Dies zeigt namentlich auch die rechtsvergleichende Darstellung zum Vorschlag.¹ Wir sind der Ansicht, dass bei der Ausgestaltung öffentlicher Kaufangebote (inklusive Tauschangebote) "Europakompatibilität" daher kein eigenständiges Argument für eine Gesetzesänderung darstellen kann. Dies namentlich dann, wenn einzelne Regelungen isoliert einem Vergleich unterzogen werden, und zudem weiterhin Regelungsbereiche des Schweizer Übernahmerechts bestehen, die dieser Europakompatibilität nicht unterzogen werden.² Ein fortschrittliches, flexibles Schweizer Übernahmerecht kann und muss auch bei fehlender Europakompatibilität bestehen können.

1.3 Aktien sind gegenüber Bargeld nicht *per se* nachteilig

- 4 Der Regelung betreffend Baralternativen bei Tauschangeboten gemäss der geltenden Regelung liegt die Annahme zugrunde, dass Bargeld für die Angebotsempfänger grundsätzlich attraktiver ist als eine Entschädigung in Aktien. Diese Annahme ist keineswegs selbstverständlich. So lässt das Fusionsgesetz nur ausnahmsweise eine reine Abgeltung in bar zu (vgl. Art. 8 Abs. 2 FusG) und der Kontinuität der Mitgliedschaft kommt ein zentraler Stellenwert zu.
- 5 Da die Baralternative bei qualifizierten freiwilligen Tauschangeboten, (d.h. Tauschangebote, die sich auf Beteiligungspapiere beziehen, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde) durch den *Gleichbehandlungsprinzip* und nicht durch die Überlegungen zur Schaffung einer Austrittsmöglichkeit beim Kontrollwechsel begründet wird, ist nicht nachvollziehbar, weshalb bei qualifiziert freiwilligen Tauschangeboten eine Baralternative gefordert wird, bei Barangeboten aber keine entsprechende Regelung hinsichtlich der einzelnen Angebotsempfängern respektive Aktionären zum Tausch angebotenen Titel verlangt wird. Wir befürworten eine solche spiegelbildliche Regelung keineswegs, doch zeigen diese Überlegungen, dass das Argument der Gleichbehandlung in der vorliegenden Situation nicht greifen kann.

¹
²

Vgl. Vorschlag, S. 10 ff.

So bspw. das Opting-Out gemäss Art. 22 BEHG.

- 6 Wir sind der Ansicht, dass bei qualifiziert freiwilligen öffentlichen Angeboten (Bar- oder Tauschangeboten) keine Veranlassung besteht, mittels Bestimmungen zur *Stoffgleichheit* in die Vertrags- respektive Angebotsfreiheit des Anbieters einzugreifen und diese einzuschränken. Für einen aktiven und effizienten Übernahmemarkt ist bedeutend, dass Anbietern bei der Ausgestaltung ihrer Angebote hinreichend Freiraum gewährt wird. Restriktive Regelungen zur Stoffgleichheit verunmöglichen gewisse öffentliche Kaufangebote ganz und führen damit auch zu einer Einschränkung der Wahlfreiheit der Angebotsempfänger. Denn wenn gewisse Angebote gar nicht mehr unterbreitet werden können, wird den potentiellen Angebotsempfängern die Entscheidungsmöglichkeit genommen, ein qualifiziertes freiwilliges Tauschangebot durch Andienungsdemokratie zum Erfolg zu bringen oder dieses mangels Attraktivität scheitern zu lassen.

1.4 Börse als institutionalisierte Baralternative

- 7 Angebotsempfänger, die ein Tauschangebot aufgrund des angebotenen "Stoffes" nicht annehmen möchten, haben jederzeit die Möglichkeit ihre Aktien an der Zielgesellschaft über die Börse zu veräussern. Anbieter sind regelmässig bereit, Aktien der Zielgesellschaft während dem Angebot und insgesamt während der Geltungsdauer der Best Price Rule börslich zu erwerben (dies sowohl bei Bar- als auch bei Tauschangeboten). Eine zusätzliche Pflicht zum Angebot einer Baralternative bei qualifizierten freiwilligen Tauschangeboten rechtfertigt sich vor diesem Hintergrund an sich nicht.

1.5 Baralternativen verteuern das Tauschangebot

- 8 Regelungen, die eine volle Baralternative von Anbieter verlangen, verteuern ein Tauschangebot signifikant. Selbst wenn die zum Tausch angebotenen Titel eine Prämie über dem Mindestpreis beinhalten und die Baralternative lediglich zum Mindestpreis angeboten wird (wir gehen davon aus, dass dies mangels anderslautender Regelung weiterhin zulässig sein soll), ist der Anbieter verpflichtet, die Finanzierung des gesamten – unwahrscheinlichen – Barbetrags betreffend sämtliche Beteiligungsrechte, auf die sich das Angebot bezieht, im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospektes bereitzustellen.
- 9 Diese signifikante Vertauung von öffentlichen Tauschangeboten ist unseres Erachtens (volks-)wirtschaftlich nicht erwünscht.

1.6 Risikoverteilung bei einer Baralternative

- 10 Mit der Lancierung jedes Übernahmeangebots sind auf Seiten des Anbieters verschiedene Risiken verbunden. Ein in den letzten Jahren massgebendes Risiko für den Anbieter ist das allgemeine Marktrisiko. Die Baralternative (im Vergleich zu einem ausschliesslichen Umtauschangebot) überwälzt das Marktrisiko mehrheitlich (einseitig) auf den Anbieter (ist für den Vollzug des Angebots ein Aktionärsbeschluss auf Seiten des Anbieters erforderlich, um die Umtauschtitel zu schaffen, stimmt diese Aussage natürlich nur bedingt). Insofern bedeutet die Ba-

ralternative immer auch eine stärkere Gewichtung der Interessen der Aktionäre der Zielgesellschaft (als Empfänger des Angebots) im Vergleich zu den Interessen des Anbieters. Und je nach der konkreten Ausgestaltung der Regelung über die Baralternative wird insbesondere auch die Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft im Vergleich zu den Interessen des Anbieters zu stark gefördert (dies gilt insbesondere bei der vorgeschlagenen 10%-Grenze von Bar-Vorerwerben).

2 Bemerkungen zu den einzelnen Bestimmungen des Vorschlags

2.1 Allgemeines

- 11 Der Vorschlag unterscheidet zwischen (1) der Phase der zwölf Monate vor der Publikation des Tauschangebotsprospektes (vgl. Art 9a Abs. 2 E-UEV), (2) der Phase ab der Publikation des Tauschangebots bis zum Vollzug des Tauschangebots (vgl. Art 9a Abs. 3 E-UEV) und (3) der Phase nach dem Vollzug des Tauschangebots bis zum Ablauf der Best Price Rule, d.h. bis sechs Monate nach dem Ablauf der Nachfrist (vgl. Art 9a Abs. 4 E-UEV).
- 12 Die nachfolgenden Bemerkungen knüpfen an diese drei Regelungsphasen an.

2.2 Phase 1: Zwölf Monate vor der Publikation des Tauschangebots

- 13 Der Vorschlag will bei Barkäufen im Umfang von mehr als 10% der Aktien der Zielgesellschaft innerhalb der 12 der Publikation der Voranmeldung respektive des Angebotsprospektes vorangehenden Monate den Anbieter verpflichten, bei qualifizierten freiwilligen Tauschangeboten eine volle Baralternative anzubieten.
- 14 Dieser Vorschlag greift einer gegenwärtig hängigen Revision des Börsengesetzes vor. Solange die Mindestpreisregel bei vorausgegangenem Erwerb die Bezahlung einer Prämie von 33⅓ % des Angebotspreises zulässt (vgl. Art. 32 Abs. 4 BEHG) ist nicht nachvollziehbar, weshalb gestützt auf Überlegungen zur Gleichbehandlung Regelungen zur Stoffgleichheit (als besondere Ausprägung einer absoluten Gleichbehandlung) eingeführt werden sollen. Die Kommission für Rechtsfragen des Nationalrates hat sich unseres Erachtens zurecht gegen die Abschaffung der Kontrollprämie ausgesprochen. Es ist zu hoffen, dass der Nationalrat der Empfehlung seiner Kommission folgt und die Mindestpreisregel folglich unverändert weitergilt.
- 15 Der Vorschlag, wonach eine Regelung zur Stoffgleichheit für die Phase vor der Publikation des Tauschangebots eingeführt werden soll, ist aber unseres Erachtens selbst dann nicht erwünscht, wenn das Parlament die Kontrollprämie dennoch abschaffen sollte. Folgendes Beispiel macht deutlich, dass die vorgeschlagene Bestimmung Anbieter unnötig einschränken würde: Ein bedeutender, 13% an einer Zielgesellschaft haltender Aktionär ist bereit, seine Beteiligung zu veräussern. Aufgrund persönlicher Interessen (bspw. weil er im Rahmen seiner Nachfolgeplanung Liquidität schaffen muss), will er dies jedoch nur gegen bar. Ein Anbie-

ter, der zwar diese 13% in bar erwerben kann, ein Angebot für alle Aktien aber als Tauschangebot zu strukturieren plant, wäre durch den Vorschlag verpflichtet eine volle Baralternative anzubieten. Kann der Anbieter eine volle Baralternative nicht finanzieren (respektive gesichert anbieten), so muss er von seinem Tauschangebot absehen (er weiss, dass der bedeutende Aktionär nicht andienen wird).

- 16 Die Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative bei Barerwerben von 10% der Beteiligungsrechte, auf die sich das Angebot bezieht, ist sachlich nicht gerechtfertigt, weil sie unnötig einschränkend wirkt (und in einem gewissen Sinne auch eine Ungleichbehandlung bewirkt). Die Pflicht zur Baralternative kann für den Anbieter insofern insbesondere die einseitige Tragung des Marktrisikos bedeuten, als betragsmässig eine marktunabhängige Wertuntergrenze des Angebots gesetzt ist. Die Empfänger des Angebots können demgegenüber nach der Lancierung des Angebots jederzeit über Börsenverkäufe den durch das Angebot in der Regel bewirkten höheren Kurswert (gemeint ist der Barwert des Umtauschangebots) realisieren, wobei eben gerade der Anbieter wiederum nicht erwerben darf, ohne damit die Baralternative erhöhen zu müssen (diese Rechtsfolge unter der Annahme, dass die Baralternative dem Mindestpreis entspricht oder eine tiefere Prämie aufweist als das Umtauschangebot).
- 17 Nachdem die Übernahmekommission nach eigenen Ausführungen erkannt hat, dass das UEK-RS Nr. 4 sich in der Praxis als zu einschränkend erwiesen hat, ist schwierig nachvollziehbar, weshalb mit dem Vorschlag neu eine Regelung zur Stoffgleichheit für eine zeitliche Phase geschaffen werden soll, die das UEK-RS Nr. 4 bisher zurecht unberührt gelassen hatte. Solange kein Angebot publiziert ist, d.h. solange aus Sicht des Anbieters noch unklar sein kann, ob und wie ein Angebot konkret ausgestaltet werden soll, schränken Regelungen zur Baralternative den Handlungsspielraum des Anbieters unnötig stark ein. Ein potenzieller Anbieter wird nämlich von Erwerben von Beteiligungsrechten an der Zielgesellschaft im Zweifelsfall immer absehen, um sich zukünftige Handlungsalternativen nicht zu verbauen. Dies liegt unseres Erachtens nicht im Interesse eines effizienten und flexiblen Schweizer Finanz- und Übernahmemarktes.
- 18 Sollte allerdings am neuen Regelungsvorschlag festgehalten werden, so empfiehlt sich aufgrund der sich vielfach schnell verändernden Verhältnisse eine kürzere Dauer von 3-6 Monaten und ein bis zwischen 20%-25% anzusetzender Schwellenwert von Barkäufen, die keine Pflicht zum Angebot einer Baralternative auslösen.

2.3 Phase 2: Ab Publikation des Angebots bis zum Vollzug des Tauschangebots

- 19 Die strengste Regelung zur Stoffgleichheit betrifft die Phase während des Angebots, d.h. zwischen der Publikation des Angebots und dessen Vollzug. Jeder Erwerb in bar in dieser Phase soll die Pflicht zur Unterbreitung einer vollen Baralternative auslösen. Aus den in Abschnitt 1 dargelegten Gründen lehnen wir die Pflicht zum Angebot einer Baralternative als eine nicht sachgemässe Beschrän-

kung der Angebotsfreiheit des Anbieters, die zu einer Reduktion der Wahlfreiheit der Angebotsempfänger führt, ab.

- 20 Von den drei durch den Vorschlag geregelten Phasen ist diese mittlere Phase allerdings diejenige mit der ohnehin höchsten Regelungsdichte. Am wenigsten einschneidend wirkt sich in dieser Phase die Regelung zur Stoffgleichheit aus, da der Anbieter in dieser kürzesten Phase ohnehin einem strengen Regime unterworfen ist. Der Vorschlag entspricht hier der Regelung des UEK-RS Nr. 4. Sollte der Vorschlags tatsächlich eingeführt werden, so empfiehlt sich als Endpunkt der Ablauf der Nachfrist und nicht wie vorgeschlagen der Vollzugszeitpunkt. Dies entspricht der übernahmerechtlichen Systematik, die namentlich auch die Meldepflichten nach Art. 31 BEHG beim Ablauf der Nachfrist enden lässt und die sechsmonatige Frist des Überdauerns der Best Price Rule beim Ablauf der Nachfrist ansetzt. Die zweite und dritte Phase überschneiden sich zudem in zeitlicher Hinsicht, so dass sich die Frage stellt, ob in dieser Phase eine Kumulation der Regelungen der zweiten und dritten Phase gelten soll.
- 21 Zudem empfiehlt sich eine ausdrückliche Klarstellung, wonach die Baralternative entsprechend der geltenden Praxis zum Mindestpreis angeboten werden kann, während die zum Tausch angebotenen Titel einen höheren Wert aufweisen dürfen.

2.4 Phase 3: Ab Ablauf der Nachfrist bis zum Ablauf der Best Price Rule

- 22 Aufgrund der geltenden übernahmerechtlichen Regelung zur Liquidität gilt eine grosse Zahl von kotierten Gesellschaften nicht als liquide. Daher ist der Vorschlag betreffend Käufe nach Ablauf der Nachfrist und bis zum Ablauf der Geltungsdauer der Best Price Rule von praktischer Relevanz.
- 23 Die Phase nach Ablauf der Nachfrist ist zur Erreichung von für die Bereinigung des Aktionariats ausschlaggebenden Schwellenwerte vielfach bedeutend. Zukäufe in dieser Phase ermöglichen vielfach erst ein Squeeze Out-Verfahren nach Art. 33 BEHG innert Frist oder eine Squeeze Out-Fusion nach Art. 8 Abs. 2 FusG innert einer Frist, die eine Abfindung (noch) zum Angebotspreis rechtfertigt (allenfalls ohne eine weitere kostspielige Fairness Opinion einholen zu müssen).
- 24 Eine Einschränkung von Barerwerben von Beteiligungsrechten, auf die sich das Angebot bezieht, ist auch in dieser Phase abzulehnen, soweit solche Einschränkungen über die Einhaltung der Best Price Rule hinausgehen. Die Angebotsempfänger sind frei, über die Börse zu verkaufen, was ihnen regelmässig auch gelingen dürfte, weil der Anbieter typischerweise ein Interesse daran hat, Aktien börslich hinzuzuerwerben.
- 25 Unseres Erachtens sind (allgemein) nach Ablauf der Nachfrist die Interessen des Anbieters am Erreichen der für ein Squeeze Out erforderlichen Beteiligung (90% oder 98%) höher zu gewichten als das Interesse der Angebotsempfänger an der *Stoffgleichheit* (als besondere Ausprägung der Gleichbehandlung). Aktionäre, die

das Umtauschangebot oder die Baralternative angenommen haben, haben einen informierten Verkaufsentscheid aufgrund der eigenen Zukunftserwartungen getroffen. Die 6-monatige zeitliche Geltung der (rein rechnerischen) Best Price Rule auf der Basis des Umtauschswerts am Ende der Nachfrist bewirkt unseres Erachtens einen hinreichenden Schutz in Bezug auf die Gleichbehandlung aller (d.h. andienender und nicht-andienender) Angebotsempfänger.

- 26 Selbst wenn der Vorschlag von Art. 9a Abs. 4 E-UEV Bestand haben sollte, sollte unseres Erachtens (auf jeden Fall) bei den Holding-Angeboten Klarheit bestehen: Unabhängig davon, ob der Umtauschtitel als liquide gilt (wobei bei diesen besonderen Angeboten zwecks Beurteilung wohl auf die Aktien abgestellt werden müsste, die Gegenstand des Angebots sind) – und ob eine Baralternative angeboten wurde –, sollten Barkäufe zum aktuellen Börsenkurs (sanktionslos) zulässig sein. Angesichts der besonderen Natur solcher Angebote sind keine anderen Einschränkungen von Barkäufen angebracht.

3 Technische Änderungsvorschläge zum Vorschlag

- 27 Sollte der Vorschlag dennoch inhaltlich unverändert eingeführt werden, so schlagen wir folgende klarstellenden Änderungen zum deutschen Vorschlag vor:

Vorschlag:	Abänderungsvorschlag :
<p>Art. 9a Abs. 2 E-UEV</p> <p>Umfasst das Angebot Beteiligungspapiere, deren Erwerb die Pflicht zu Unterbreitung eines Angebotes auslösen würde, so muss der Anbieter den Aktionären eine vollständige Barzahlung anbieten (Baralternative), sofern er in den zwölf Monaten vor der Publikation des Angebots Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, erworben hat, die zusammen 10% oder mehr des Kapitals oder der Stimmen betragen.</p>	<p>Art. 9a Abs. 2 E-UEV</p> <p>Umfasst das Angebot Beteiligungspapiere, deren Erwerb die Pflicht zu Unterbreitung eines Angebotes auslösen würde, so muss der Anbieter den Aktionären eine vollständige Barzahlung anbieten (Baralternative), sofern er in den zwölf Monaten vor der Publikation des Angebots Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, gegen bar erworben hat, die zusammen 10% oder mehr des Kapitals oder der Stimmen betragen.</p>
<p>Art. 9a Abs. 4 E-UEV</p> <p>Falls die zum Tausch angebotenen Effekten nicht liquid sind, und keine Baralternative angeboten wird, darf der Anbieter während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist keine Beteili-</p>	<p>Art. 9a Abs. 4 E-UEV</p> <p>Falls die zum Tausch angebotenen Effekten entweder nicht liquid sind oder falls,—und keine Baralternative angeboten wird, so muss darf der Anbieter allen Empfängerinnen und</p>

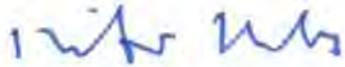
Vorschlag:	Abänderungsvorschlag :
gungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, gegen bar erwerben.	Empfängern des Angebotes eine Baralternative anbieten, sofern er während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist keine Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, gegen bar erwirbt erwerben.
	<u>Art. 9a Abs. 5 E-UEV</u> <u>Die Baralternative muss dem Mindestpreis entsprechend, kann aber wertmässig von den zum Tausch angebotenen Effekten abweichen.</u>
Art. 19 Abs. 1 g) E-UEV 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 der Angabe des höchsten Preises der Käufe und im Falle eines Tauschangebots, die Art der Gegenleistung.	Art. 19 Abs. 1 g) E-UEV 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 der Angabe des höchsten Preises der Käufe und im Falle eines Tauschangebots, die Art der Gegenleistung Anzahl der Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, die der Anbieter gegen bar erworben hat.

7 Schlussfolgerung

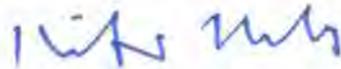
- 28 Wir sind der Ansicht, dass keine hinreichenden sachlichen Gründen vorliegen, um mit den im Vorschlag enthaltenen zusätzlichen Anforderungen an die Stoffgleichheit die Vertragsfreiheit der Anbieter und Angebotsempfänger einzuschränken.
- 29 Die bei qualifiziert freiwilligen Angeboten geltenden Preisregeln (Mindestpreisregel und Best Price Rule) sowie die Pflicht zum Angebot einer Baralternative bei Pflichtangeboten reichen zum Schutz der Angebotsempfänger in preislicher Hinsicht und als Ausstiegsmöglichkeit bei einem Kontrollwechsel aus. Die Möglichkeit, jederzeit Barverkäufe über die Börse tätigen zu können sowie die Möglichkeit, die zum Tausch angebotenen Titel nach dem Vollzug des Angebots veräussern zu können, ermöglichen es den Angebotsempfängern, ihre Beteiligung innert nützlicher Frist gegen bar zu veräussern.

- 30 Gestützt auf die Ausführungen dieser Stellungnahme sind wir der Ansicht, der Vorschlag sei für Anbieter zu einschneidend und daher sehr kritisch zu überprüfen.

Freundliche Grüsse



Dieter Dubs



Mariel Hoch

(wegen kurzfristiger Abwesenheit unterzeichnet durch Dieter Dubs)



Per Email

Übernahmekommission
Selnastrasse 30
Postfach
8021 Zürich
info@takeover.ch

Severin Roelli
Rechtsanwalt, LL.M.

Dr. Christian Leuenberger
Rechtsanwalt, LL.M.

Eingetragen im Anwaltsregister
des Kantons Zürich

+41 44 217 92 68
severin.roelli@pestalozzilaw.com
christian.leuenberger@pestalozzilaw.com

Zürich, 28. Mai 2012

PENF168_20120528_Stellungnahme_Gleichbehandlung / 213

Stellungnahme im Rahmen der Anhörung betreffend Gleichbehandlung bei Tausch-angeboten

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir danken Ihnen für die Zustellung der Vernehmlassungsunterlagen im Rahmen der Anhörung betreffend Gleichbehandlung bei Tauschangeboten.

Zu dem von Ihnen vorgeschlagenen Art. 9a UEV nehmen wir nachfolgend wie folgt Stellung:

1. Ausgangslage

Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA regelt die Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative im Zusammenhang mit Pflichtangeboten. Nach dieser Bestimmung ist im Rahmen von Pflichtangeboten ein Tauschangebot nur zulässig, wenn eine Baralternative offeriert wird.

Nach der Auffassung der Übernahmekommission findet Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA keine Anwendung auf (reine und gemischte) freiwillige Angebote, ausser wenn während der Best Price Rule Periode Effekten der Zielgesellschaft bar erworben werden.

pestalozzilaw.com

Pestalozzi Rechtsanwälte AG
Löwenstrasse 1
CH-8001 Zürich
T +41 44 217 91 11
F +41 44 217 92 17

Pestalozzi Avocats SA
Quai du Mont-Blanc 5
CH-1201 Genève
T +41 22 999 96 00
F +41 22 999 96 01

Diese Rechtslage ist in der Lehre auf Kritik gestossen und ist auch nach Ansicht der Übernahmekommission unbefriedigend. Daher schlägt die Übernahmekommission die Schaffung eines neuen Art. 9a UEV vor, der die Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative im Zusammenhang mit (reinen und gemischten) freiwilligen Angeboten regelt.

2. Pflichtangebote und gemischte freiwillige Angebote sowie die inhaltliche Problematik vom geltenden Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA

Die Unterscheidung von Pflichtangeboten und rein freiwilligen Angeboten in der Konzeption des schweizerischen Übernahmerechts hat schon früh zum sog. gemischten freiwilligen Angebot geführt. Bei diesem handelt es sich um ein freiwilliges Angebot, durch dessen Vollzug der Grenzwert zur Angebotspflicht überschritten wird. Dieses (freiwillige) Angebot muss die Voraussetzungen des Pflichtangebots erfüllen (TSCHÄNI RUDOLF / IFFLAND JACQUES / DIEM HANS-JAKOB, Öffentliche Kaufangebote, Zürich 2010, N 107), wobei die Beschränkungen hinsichtlich der Angebotsbedingungen im Zusammenhang mit Pflichtangeboten (Art. 36 BEHV-FINMA) für das gemischte freiwillige Angebote nicht gilt. Der Grund dafür ist, dass die Stellung der Minderheitsaktionäre erst dann negativ berührt wird, wenn der Anbieter die Pflichtangebotsschwelle überschreitet. Werden die Angebotsbedingungen aber nicht erfüllt, so kommt das Angebot nicht zustande und der Anbieter überschreitet die Pflichtangebotsschwelle gar nicht. Werden dagegen die Angebotsbedingungen erfüllt, so kommt ein Angebot zustande, welches den Voraussetzungen eines Pflichtangebots bereits genügt (TSCHÄNI / IFFLAND / DIEM, a.a.O., N 108). Ansonsten wurde das Pflichtangebot und das gemischte freiwillige Angebot bis zum Inkrafttreten der geänderten Börsenverordnung-FINMA per 1. Januar 2009 gleich behandelt. Der mit erwähneter Änderung der Börsenverordnung-FINMA in Kraft getretene Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA hat aus Sicht der UEK eine weitere Unterscheidung von Pflichtangeboten und gemischten freiwilligen Angeboten notwendig gemacht:

Das UEK-Rundschreiben Nr. 4 führt nachfolgende Argumente auf, weshalb Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA nicht auf gemischt freiwillige Angebote Anwendung findet (UEK-Rundschreiben Nr. 4 N3):

1. Die Angebotsempfänger haben im Rahmen eines (reinen und gemischten) freiwilligen Angebots die Möglichkeit, das Entstehen einer beherrschenden Beteiligung des Anbieters durch Ablehnung des Angebots zu verhindern;
2. Die Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative würde gemischt freiwillige Angebote wirtschaftlich unverhältnismässig erschweren, da der Anbieter nicht nur die für den Vollzug des Tauschangebots erforderlichen Effekten, sondern auch die für die Baralternative erforderlichen Finanzmittel vollständig zur Verfügung stellen müsste.

Die Argumentation gemäss Nr. 1, oben berücksichtigt nicht, dass es sich bei Ange-

botsempfängern in aller Regel um eine unüberschaubare Masse von natürlichen und juristischen Personen handelt, die sich hinsichtlich der Annahme oder Ablehnung des Angebots untereinander nicht koordinieren können. Entsprechend hilft die Erkenntnis, dass die Gesamtheit der Aktionäre das Entstehen einer beherrschenden Beteiligung des Anbieters durch Ablehnung des Angebots zu verhindern vermag, dem einzelnen Minderheitsaktionär, der sich mit einem gemischten freiwilligen Angebot konfrontiert sieht, wenig. ESSEBIER / GLATTHAAR (vgl. sogleich) weisen zu Recht darauf hin, dass sich – wenn die Begründung gem. UEK-Rundschreiben 4 zutreffend wäre – die Frage stellen würde, warum die Mindestpreisregeln der Pflichtangebote überhaupt auf gemischt freiwillige Angebote anwendbar sein sollten. Denn auch bei einem unterhalb des Börsenkurses liegenden Angebotspreis haben die Angebotsempfänger die Möglichkeit, das Entstehen einer Kontrollbeteiligung durch Ablehnung des Angebots zu verhindern (ESSEBIER JANA / GLATTHAAR MATTHIAS, Öffentliche Tauschangebote und die Pflicht zum alternativen Barangebot, SZW 3/2009, S. 200).

Die Argumentation gemäss Nr. 2, oben ist zwar richtig – dasselbe gilt aber auch für Pflichtangebote. Es handelt sich dabei sogar um das Hauptargument gegen die Pflicht zur Baralternative bei Pflichtangeboten (ESSEBIER / GLATTHAAR, a.a.O., S. 200). Die Problematik ist bei gemischten freiwilligen Angeboten aber akuter, weil die Bedeutung von Umtauschangeboten bei gemischten freiwilligen Angeboten grösser ist, als bei Pflichtangeboten und die Ausdehnung des Anwendungsbereichs auf gemischte freiwillige Angebote entsprechend gravierendere ökonomische Konsequenzen hätte (vgl. dazu auch ESSEBIER / GLATTHAAR, a.a.O., S. 200).

Es zeigt sich also, dass das eigentliche Problem im Inhalt von Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA liegt, welcher unseres Erachtens klar über das Ziel hinausschiesst. Eine Pflicht zur Barabgeltung sollte auch bei Pflichtangeboten nur gelten, wenn die angebotenen Effekten nicht kotiert oder illiquid sind. Die Angebotspflicht will dafür sorgen, dass der Aktionär bei der Kontrollübernahme den gemäss Börsenbewertung bestehenden ungefähren Wert realisieren und aussteigen kann. Die Minderheitsaktionäre sollten bei einem Kontrollwechsel die Möglichkeit erhalten, zu einem angemessenen Preis auszusteigen und sich bis zu einem gewissen Grad an einer allfälligen Kontrollprämie zu beteiligen. Zur Erreichung dieses Zwecks genügt es, eine alternative Barzahlung dann anzuordnen, wenn ein Aktionär ohne alternative Barzahlung nicht aussteigen könnte; d.h. wenn nicht kotierte oder nicht liquide Effekten zum Tausch angeboten werden. Diese Lösung entspricht mehr den Intentionen des BEHG (vgl. HÖHN JAKOB / LANG CHRISTOPH / ROELLI SEVERIN, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, S. 544, N 206).

3. Vorschlag: Pflicht zur Baralternative, falls die zum Tausch angebotenen Effekten nicht kotiert oder illiquid sind

Mit Blick auf die negativen ökonomischen Auswirkungen, welche eine Anwendung des geltenden Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA auf gemischte freiwillige Angebote hätte,

ist der Übernahmekommission zuzustimmen, wenn sie gemischte freiwillige Angebote aus dessen Anwendungsbereich ausnimmt.

Dies ändert nichts daran, dass unseres Erachtens die obengenannte Regelung (d.h. Baralternative im Falle der Nichtkotierung oder Illiquidität der zum Tausch angebotenen Effekten) für Pflichtangebote eingeführt werden sollte und anschliessend – reflexartig – auch auf gemischte freiwillige Angebote zur Anwendung gelangen sollte. Entsprechend wäre Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA im Sinne der obengenannten Regelung anzupassen.

Bis zu einer solchen Änderung von Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA sollte allerdings Art. 9a UEV schon vorgängig angepasst werden. Wir schlagen vor Art. 9a Abs. 2 bis 4 UEV durch eine Bestimmung zu ersetzen, die z.B. folgenden Wortlaut aufweisen könnte:

Umfasst das Angebot Beteiligungspapiere, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde, so muss der Anbieter den Aktionären eine vollständige Barzahlung anbieten (Baralternative), sofern die zum Tausch angebotenen Effekten nicht an einer schweizerischen oder ausländischen Börse kotiert sind und, zusätzlich, nicht liquid sind.

Mit Blick auf die Kotierung und die Liquidität wäre zunächst zu präzisieren, zu welchem Zeitpunkt oder über welche Zeitdauer diese gegeben sein müssen (z.B. über ein Market Making). Unseres Erachtens sollten diese Voraussetzungen bis zum Ende der Best Price Rule Periode gegeben sein, weil einerseits die gesetzliche Konzeption Auswirkungen von Handlungen des Anbieters auf das Angebot nach Ablauf der Anwendbarkeit der Best Price Rule nicht mehr vorsieht und andererseits die Prüfstelle im abschliessenden Bericht auch den Bestand der Kotierung und Liquidität während der Best Price Rule Periode bestätigen könnte.

Mit Blick auf die Liquidität wären zudem die Anforderungen genauer zu beschreiben. Unseres Erachtens könnte diesbezüglich auf das UEK-Rundschreiben Nr. 2, Ziff. 3 abgestellt werden.

4. Eventualiter: Ausnahme des börslichen Erwerbs und inhaltliche Klarstellungen

Sofern die Übernahmekommission, entgegen unserer Auffassung, am Konzept von Art. 9a UEV festhalten würde (drei Phasen mit jeweils unterschiedlichen Anknüpfungspunkten (10%-Beteiligung, Barerwerb ausserhalb des Angebots, Illiquidität)), so sollten unseres Erachtens folgende Punkte beachtet werden.

4.1 Generelle Ausnahme des börslichen Erwerbs

Die Übernahmekommission begründet die Pflicht des Anbieters, in gewissen Situatio-

nen neben dem Tauschangebot eine Baralternative anzubieten, jeweils mit Blick auf die Wahrung des Gleichbehandlungsprinzips. Namentlich will die Übernahmekommission verhindern, dass der Anbieter *gewisse Aktionäre bevorzugt*, indem er ihnen die Möglichkeit einräumt ihre Aktien bar an ihn zu veräussern, während dem er den übrigen Aktionären bloss ein Tauschangebot offeriert (vgl. Schreiben der Übernahmekommission betreffend Vernehmlassung, N 48 betreffend die Vorangebotsphase ("avantager certains actionnaires"), N 50 betreffend die Angebotsdauer ("favorise certains actionnaires") und N 53 betreffend die Nachangebotsphase ("favorise certains actionnaires")).

Da eine gezielte Bevorzugung gewisser Aktionäre allerdings beim Kauf über die Börse ausgeschlossen ist, sollte der börsliche Erwerb von Aktien, auf die sich das Angebot bezieht, keine Pflicht des Anbieters, neben dem Tauschangebot eine Baralternative anzubieten, auslösen.

Praktisch dürfte die Ausnahme des börslichen Erwerbs von hervorragender Bedeutung sein. So kritisiert doch die Lehre im Zusammenhang mit dem UEK-Rundschreiben Nr. 4 insbesondere, dass die darin vertretene Auffassung der Übernahmekommission zu einer Diskriminierung des Anbieters führe: Dem Anbieter sei es faktisch untersagt, bis sechs Monate nach dem Ablauf der Nachfrist Börsenkäufe von Aktien zu tätigen, während dem dies alle anderen Marktteilnehmer tun könnten. Besonders stossend sei dies z.B. dann, wenn der Anbieter durch sein Tauschangebot 97.5% der Stimmrechte erreicht und über die Börse keine Titel kaufen kann, um auf 98% der Stimmrechte zu kommen und damit einem Squeeze-out durchführen zu können (GERICKE DIETER / WIEDMER KARIN, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Zürich 2011, Art. 9 N 80 f. m.w.H. Vgl. auch HÖHN JAKOB / LANG CHRISTOPH / ROELLI SEVERIN, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, S. 549, FN 440 sowie TSCHÄNI RUDOLF / IFFLAND JACQUES / DIEM HANS-JAKOB, Öffentliche Kaufangebote, Zürich 2010, N 437).

4.2 10% der Stimmrechte, nicht des Kapitals

In Art. 9a Abs. 2 wird darauf abgestellt, ob der Anbieter "10% oder mehr *des Kapitals* oder der Stimmrechte" erworben hat. Der Einbezug des Kapital scheint insofern eine Neuerung zu sein, als z.B. hinsichtlich der Auslösung der Meldepflicht (Art. 20 und 31 BEHG), der Auslösung der Angebotspflicht (Art. 32 BEHG), der Möglichkeit zum Squeeze-out (Art. 33 BEHG) oder die Qualifikation als Partei im Übernahmeverfahren (Art. 33b) ausschliesslich auf die Stimmrechte abgestellt wird. Die Gründe, weshalb im Zusammenhang mit der Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative neben den Stimmrechten auch auf das Kapital abgestellt wird, leuchtet nicht ohne weiteres ein.

Selbstverständlich sind wir gerne bereit, unsere Überlegungen in einem Gespräch mit Ihnen detailliert darzulegen, sofern ein entsprechendes Bedürfnis besteht. Auch für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Severin Roelli

Dr. Christian Leuenberger

Per E-Mail

Übernahmekommission
Prof. Luc Thévenoz, Präsident
counsel@takeover.ch

Dieter Gericke
Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt

Homburger AG
Prime Tower
Hardstrasse 201 | CH-8005 Zürich
Postfach 314 | CH-8037 Zürich

T +41 43 222 10 00
F +41 43 222 15 00
dieter.gericke@homburger.ch

1. Juni 2012 GED | ROV

GED | UEK Vernehmlassung 2012 | 000001.doc

Egalité de traitement dans les offres publiques d'échange

Sehr geehrter Herr Präsident

Bezugnehmend auf Ihr Schreiben vom 4. Mai 2012 danken wir Ihnen für die Gelegenheit, zum neu vorgesehenen Artikel 9a UEV (**Art. 9a** bzw. **Revisionsvorschlag**) gemäss Anhörungsvorlage vom 4. Mai 2012 (**Anhörungsvorlage**) Stellung nehmen zu können. Gerne erlauben wir uns folgende Bemerkungen und Anregungen zum Revisionsvorschlag:

1. Verschärfung und Erleichterung

Die Übernahmekommission reagiert mit den vorgeschlagenen Änderungen auf kritische Stellungnahmen, welche durch Rundschreiben Nr. 4 ausgelöst wurden. Darin wurde als Grundsatz zwar geklärt, dass freiwillige Umtauschangebote nicht mit einer Baralternative verbunden werden müssen. Zugleich wurde aber in Aussicht gestellt, dass die Übernahmekommission in Zukunft gestützt auf den Gleichbehandlungsgrundsatz eine Baralternative für alle Angebotsempfänger verlangen würde, falls der Anbieter ab Zeitpunkt der Voranmeldung bzw. der Publikation des Angebotsprospekts bis zum Ablauf der Best Price Rule (sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist) Aktien der Zielgesellschaft in bar erwerben sollte. Damit wurden Börsenkäufe während und vor allem nach Ablauf des Angebots zwecks Erreichen von Squeeze-out-Schwellen ausgeschlossen und der Anbieter wurde ganz grundsätzlich als möglicher Börsenkäufer aus dem Markt gedrängt (vgl. Gericke/Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung, Zürich 2011, Art. 9 N 80 ff., sowie die weiteren Stellungnahmen zitiert in Anhörungsvorlage Rz 27).

Der Revisionsvorschlag sieht im Vergleich zu Rundschreiben Nr. 4 einerseits eine Verschärfung und andererseits eine Erleichterung vor:

- Der Grundsatz, dass ein freiwilliges Umtauschangebot ohne Baralternative zulässig ist, soll eingeschränkt werden. Hat ein Anbieter während der 12 Monate vor der formellen Ankündigung (d.h. Voranmeldung oder Prospektveröffentlichung) eines Tauschangebots 10% oder mehr an Kapital oder Stimmen der Zielgesellschaft gegen Barzahlung erworben, soll er auch beim freiwilligen Angebot eine Baralternative vorsehen müssen (**Revisionsvorschlag A**). Mit anderen Worten sollen reine Tauschangebote nur noch zulässig sein, wenn im Jahr vor der Ankündigung des Tauschangebots keine signifikanten Barerwerbe stattgefunden haben¹.
- Das mit Rundschreiben Nr. 4 eingeführte faktische Verbot des Barerwerbs von Aktien während und während der 6 Monate nach einem Tauschangebot² soll für die Zeit *nach Vollzug* des freiwilligen Tauschangebots etwas gelockert werden: Ein Barerwerb nach Vollzug³ des Angebots soll gemäss Art. 9a Abs. 4 i.V.m. Abs. 3 nur noch dann unzulässig sein, wenn die im öffentlichen Angebot gebotenen Effekten nicht liquid sind (**Revisionsvorschlag B**). Obschon im Wortlaut von Art. 9a Abs. 4 nicht ausdrücklich erwähnt, kann aus Art. 9a Abs. 3 und 4 *e contrario* sowie aus Sinn und Zweck der Regelungen geschlossen werden, dass diesfalls insbesondere keine Baralternative anzubieten ist bzw. dass auch bei illiquiden Effekten ein Barerwerb zulässig ist, sofern eine Baralternative geboten wird (so ausdrücklich Anhörungsvorlage Rz 53).

Wir begrüssen, dass die zu rigide Behandlung des Barerwerbs gemäss Rundschreiben Nr. 4 mit Revisionsvorschlag B nicht vollumfänglich in die UEV übernommen werden soll. Gleichzeitig stellt sich die Frage, ob es für die verbleibenden Einschränkungen in Revisionsvorschlag B sowie für die neue, viel weiter gehende Restriktion gemäss Revisionsvorschlag A, genügend Rechtfertigung gibt. Dies soll im Folgenden erörtert werden.

2. Revisionsvorschlag A – Einschränkung der Zulässigkeit reiner Tauschangebote

a) Fragliche praktische Notwendigkeit

Zunächst ist in Erinnerung zu rufen, dass bis Ende 2008, d.h. während der ersten zehn Jahre übernahmerechtlicher Praxis unter dem BEHG, sowohl Pflichtangebote als auch freiwillige Angebote ohne jede Einschränkung in der Form reiner Tauschangebote ohne Baralternative erfolgen durften. Missstände sind aus jener Zeitperiode keine bekannt. Auch Rundschreiben Nr. 4 entsprang nicht einer regulatorischen Initiative gestützt auf ein entsprechendes Bedürfnis, sondern dem Ruf nach Korrektur einer unbeabsichtigten Änderung der bisherigen Rechtslage aufgrund der Verweisung von Art. 9 Abs. 6 UEV auf die Regeln der BEHV-FINMA über die Pflichtangebote. Die BEHV-FINMA (Art. 43 Abs. 2) verlangte neu eine Baralternative für Pflichtangebote – auch dies ohne Notwendigkeit, waren doch wie erwähnt seit 1998 keine Missbräuche des Tauschangebotes zu vermelden. Darüber hinaus wurde

¹ Dabei wird nicht differenziert, ob es sich um Paketkäufe oder um Käufe über die Börse handelte.

² D.h. während der Dauer der Best Price Rule.

³ Der Wortlaut von Art. 9a Abs. 4 ist etwas missverständlich, da er sich auf die Periode ab Ablauf der Nachfrist bezieht. Dass Art. 9a Abs. 3 kumulativ zu beachten ist und die Bezugnahme auf die Nachfrist in Abs. 4 wohl nur dazu dient, das Enddatum der Erleichterung zu bezeichnen, ist aus Anhörungsvorlage Rz 54 zu entnehmen.

diese Änderung nicht mit Blick auf freiwillige Angebote eingeführt. Rundschreiben Nr. 4 stellte dies richtigerweise klar. Leider fand aber auch die Restriktion bezüglich Barkäufen während der Dauer der Best Price Rule Eingang in Rundschreiben Nr. 4.

b) Fehlende gesetzliche Grundlage

(1) Im Allgemeinen

Revisionsvorschlag A schränkt einerseits die Freiheit ein, (reine) Tauschangebote zu machen, andererseits die Freiheit Barkäufe und namentlich Börsenkäufe zu tätigen. Ausserdem wird ganz grundsätzlich die Möglichkeit, andere Unternehmen zu erwerben, eingeschränkt. Letztlich ist die Wahl eines (zukünftigen) Anbieters, Titel einer Zielgesellschaft über den Markt bzw. in bar zu erwerben, einer von vielen Teilaspekten der Vertragsfreiheit (Art. 19 OR) und Teil der in Art. 26 BV gewährten Eigentumsgarantie sowie der Wirtschaftsfreiheit gemäss 27 BV. Ein Eingriff in diese Grundrechte bedarf einer gesetzlichen Grundlage und muss überdies durch öffentliche Interessen gerechtfertigt sein (Art. 36 Abs. 2 und 3 BV).

Das BEHG schränkt weder Barerwerbe noch Umtauschangebote ein. Vielmehr stellt Art. 2 lit. e BEHG öffentliche Tauschangebote den öffentlichen Kaufangeboten ausdrücklich gleich. Eine Diskriminierung der einen Angebotsform gegenüber der anderen findet daher keine Grundlage im Gesetz. Auch die Haltung, dass ein Barangebot etwas besseres sei als ein Tauschangebot, findet sich nirgendwo in der Rechtsordnung und entspricht keiner Wertung des Gesetzgebers. Im Gegenteil: Das Fusionsgesetz geht davon aus, dass die Abfindung der Aktionäre der übernommenen Gesellschaft mit Aktien der übernehmenden Gesellschaft die Regel (Art. 7 Abs. 1 FusG), die Barabfindung dagegen die nur sehr restriktiv zulässige Ausnahme ist (Art. 8 FusG). In der Tat lassen sich Entschädigungsformen nicht einfach so über einen Leisten schlagen. Eine Aktie kann in einem von Unsicherheiten geprägten Umfeld wesentlich stabileren Gegenwert bedeuten als eine Barzahlung bzw. Währung⁴. Verfolgt man das Verhalten institutioneller Aktionäre von Zielgesellschaften bei Tauschangeboten, so wird ersichtlich, dass diese nicht selten am so erworbenen Aktienpaket festhalten und einen Verkauf (und damit einen Umtausch in Bargeld) keineswegs vorziehen. Letztlich findet eine Regulierung durch den Markt statt: Ist ein Angebot unattraktiv, sei es wegen des Werts, sei es wegen der Natur der offerierten Gegenleistung oder wegen beidem, so wird das Angebot nicht angenommen. Ein Anbieter hat daher – gerade beim viel aufwändigeren Tauschangebot – einen grossen Anreiz, ein genügend attraktives Angebot zu machen, um den Erfolg des Angebots nicht zu beeinträchtigen. Auch ist der Anbieter beim Tauschangebot eher bereit und in der Lage, ein attraktives Angebot zu machen, da die Liquidität durch die Aktienausgabe nicht beeinträchtigt wird.

Eine Beschränkung des Marktes öffentlicher Tauschangebote würde den Markt für Unternehmenskontrolle beeinflussen⁵. Ziel und Zweck des Übernahmerechts ist aber nicht die

⁴ Dennoch könnte selbst ein Pflichtangebot ohne Weiteres in einer von starker Inflation bedrohten Währung gemacht werden.

⁵ Da grenzüberschreitende Fusionen aus Steuergründen meistens nur als Tauschangebote durchgeführt werden können, würden diese Transaktionen besonders betroffen. Ausserdem würden Banken und (forts.)

Steuerung des Marktes, sondern die Schaffung transparenter und fairer Marktvoraussetzungen bei öffentlichen Angeboten (vgl. Art. 1 BEHG und Art. 1 UEV).

(2) Gleichbehandlungsgrundsatz im Besonderen

Auch der in der Anhörungsvorlage angerufene Gleichbehandlungsgrundsatz (Art. 24 Abs. 2 BEHG) bietet u.E. keine Grundlage für Revisionsvorschlag A: Dieser Grundsatz gilt für den Zeitraum ab Ankündigung des öffentlichen Angebots in Bezug auf die dannzumaligen Aktionäre der Zielgesellschaft⁶ wie sich aus dem Wortlaut von Art. 24 BEHG, aber auch aus Art. 22 Abs. 1 BEHG ergibt und in Art. 7 Abs. 3 lit. d und Art. 10 UEV entsprechend umgesetzt ist. Einzige explizit statuierte Ausnahme ist Art. 32 Abs. 4 BEHG, der aus anderen Gründen (Ermöglichung eines Exit der Minderheitsaktionäre) einen gewissen Rückbezug auf die Zeit vor dem Angebot vornimmt, aber auch dort nur eine Entsprechung von 75% verlangt. Mit anderen Worten verlangt das Gesetz nicht einmal beim Pflichtangebot eine Gleichbehandlung der Angebotsempfänger mit Vorerwerbern. Umso weniger schreibt das Gesetz eine Pflicht zur Gleichbehandlung der Angebotsempfänger eines freiwilligen Angebots mit Vorerwerbern zu.

Eine solche Gleichbehandlung wäre denn auch mit grossen Fragezeichen verbunden, da Äpfel mit Birnen verglichen würden: Wer vor dem Angebot Aktien kauft bzw. verkauft tut dies gewöhnlich über die Börse, wo nur Barkäufe möglich sind. Wer Aktien an der Börse verkauft, tut dies stets zum gerade vorherrschenden Marktpreis und ohne Möglichkeit, von späteren Offerten zu einem höheren Preis zu profitieren. Demgegenüber erfolgen erfolgreiche öffentliche Angebote stets zu sehr erheblichen Prämien gegenüber dem vorherrschenden Marktpreis und bringen die Gesellschaft auf den Markt. Wird im öffentlichen Angebot zu wenig offeriert oder eine unattraktive Aktie zum Tausch angeboten, oder ist jemand bereit, mehr oder in bar zu bezahlen, können die Angebotsempfänger von einem höheren oder Barangebot profitieren, selbst wenn sie das Erstangebot bereits angenommen haben (Art. 51 Abs. 2 UEV).

Da als rückwirkende Gleichbehandlungsperiode der auch im internationalen Vergleich ausserordentlich lange Zeitraum von zwölf Monaten gelten soll, ist eine Vergleichbarkeit von Vorerwerb und Angebot letztlich ausgeschlossen und müsste stark relativiert werden⁷: Was gebietet ein rückwirkend verstandener Gleichbehandlungsgrundsatz beispielsweise im Fall, dass im Januar 10% der Aktien einer Gesellschaft in bar für CHF 20 gekauft wurden, und der Mindestpreis für dieselben Aktien bei einem im Oktober angehobenen Angebot bei CHF 25 liegt, während der

Versicherungen aufgrund ihrer Kapitalschutzerfordernisse faktisch vor Übernahmen durch Konkurrenten geschützt.

⁶ Vgl. Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 265: "Die in Art. 24 Abs. 3 BEHG festgehaltene Gleichbehandlungspflicht gebietet dem Anbieter [...] allen Aktionären der Zielgesellschaft den gleichen Preis und die gleichen Bedingungen zu offerieren. Das Gleichbehandlungsprinzip gilt aber nur für das öffentliche Angebot selbst, d.h. für die Zeit nach Veröffentlichung der Voranmeldung des Angebotes bzw. einer Voranmeldung. Vor diesem Zeitpunkt ist der Anbieter dagegen frei, die Aktionäre der Zielgesellschaft unterschiedlich zu behandeln." Ebenso: Gericke/Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung, Zürich 2011, Art. 9 N 23; Robert Bernet, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Diss. Bern 1998, 169. Die Botschaft zum BEHG bezog die Best Price Rule gar nur auf den Zeitraum der Angebotsfrist (BBI 1993 I 1412).

⁷ Zur Relativität des Gleichbehandlungsgrundsatzes vgl. Gericke/Wiedmer, a.a.O., Art. 9 N 17.

Börsenwert der zum Tausch angebotenen Aktien CHF 30 beträgt? Darf sich die alternative Barofferte dann auf die im Vorerwerb bezahlten CHF 20 beschränken? Oder sollen die im Januar verkaufenden Aktionäre ebenfalls mindestens CHF 25 oder gar 30 bekommen?⁸

(3) 10%-Limite im Besonderen

Revisionsvorschlag A möchte Tauschangebote ab Barkäufen von 10% verunmöglichen, indem zwingend ein Baralternative anzubieten ist. Demgegenüber werden Barangebote durch Anbieter, die bereits 10% oder mehr bar oder im Tausch erworben haben, nicht eingeschränkt und jemand, der beispielsweise nur 9% in bar gekauft hat, ist von der Regelung nicht betroffen. Für diese unterschiedliche Behandlung durch die Verordnung bzw. die Ansetzung der Grenze bei 10% fehlt es ebenfalls an einer genügenden gesetzlichen Grundlage. Analoge Schwellenwerte im Bereich der Offenlegung oder der Pflichtangebote sind ausdrücklich im Gesetz verankert (Art. 20 Abs. 1 bzw. Art. 32 Abs. 1 BEHG).

(4) Jahresfrist im Besonderen

Auch für die Rückschau über zwölf Monate fehlt, anders als bei der Regelung des Mindestpreises (Art. 32 Abs. 4 BEHG), eine gesetzliche Grundlage. Art. 32 Abs. 4 BEHG lässt sich auch nicht analog heranziehen, da es einerseits um eine andere Frage geht und da andererseits Art. 32 Abs. 4 BEHG ausdrücklich keine Gleichstellung der Angebotsempfänger mit Aktionären, die ihre Aktien vor dem Angebot an den Anbieter veräussert haben, vorschreibt⁹.

c) Meldepflicht als gesetzliches Korrektiv

Während der Gesetzgeber wie erwähnt keine rückwirkende Gleichbehandlung bezüglich Preis oder Stofflichkeit vorgesehen hat, wird die von der UEK angegangene Problemstellung mit der Meldepflicht adressiert: Aktienerwerber müssen sich (unabhängig davon, in welcher Form der Erwerb erfolgt ist) schon ab 3% Aktienbesitz "outen" und dem Markt signalisieren, dass sie an der Aktie interessiert sind. Die übrigen Marktteilnehmer können somit als Trittbrettfahrer von Findungsaufwand und Absichten eines Erwerbers von grösseren Aktienbeteiligungen profitieren, ohne selber etwas beigetragen zu haben. In der Regel führt dies zu einem frühzeitigen Ansteigen der Kurse, von welchem auch die späteren Angebotsempfänger profitieren.

Revisionsvorschlag A würde demgegenüber Vorerwerbe noch unattraktiver machen.

⁸ Diese Fragen zeigen exemplarisch, dass Revisionsvorschlag A bei unbesehener Anwendung in der Praxis kaum zu befriedigenden Resultaten führen würde.

⁹ Die Mindestpreisregel gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG verlangt lediglich die Bezahlung von mindestens 75% des Preises eines Vorerwerbs. Dass diese Differenz viel erheblicher ist als der Unterschied zwischen einer Entschädigung in bar und einer gleichwertigen Entschädigung in Aktien, liegt auf der Hand.

d) **Stossende Resultate bei einem Vergleich von Börsenkäufen mit dem Angebot**

Der Revisionsvorschlag unterscheidet nicht nach Vorerwerb über die Börse und privaten Paketkäufen. Mutmasslich hatte die UEK aber eher die Situation vor Augen, wo unmittelbar vor der Lancierung eines öffentlichen Tauschangebots ein grösseres Aktienpaket möglicherweise zu einer gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG erlaubten Prämie gegenüber dem späteren Angebot in bar die Hände wechselt.

Für eine entsprechende "Bestrafung" eines Anbieters bzw. Gleichstellung der späteren Angebotsempfänger bei vorgängig erfolgten Börsenkäufen gibt es keine rechtspolitische Begründung: Jeder spätere Angebotsempfänger hatte die gleiche Chance, seine Aktien schon vor dem öffentlichen Angebot in bar dem Anbieter (oder einem anderen Käufer) über die Börse zu verkaufen. Wenn er es nicht tut, so mit der Hoffnung, er könne noch mehr lösen. In der Realität ist es denn ja auch beim Tauschangebot nie so, dass sich die Angebotsempfänger stören, dass sie nicht vorher in bar verkauft haben. Vielmehr bereuen die vorgängigen Barverkäufer ihren Verkauf zu einem tieferen Preis als er nach dem Angebot in bar über die Börse oder im Umtausch im Angebot oder in einem Konkurrenzangebot möglich wird. Aus Anlegersicht gibt es daher keinerlei Rechtfertigung für eine regulatorische Besserstellung der späteren Angebotsempfänger.

Die aus Revisionsvorschlag B fließende Einschränkung, dass ausgerechnet der spätere Anbieter bezüglich Börsenkäufen beschränkt sein soll und ihm quasi eine Wartefrist von einem Jahr auferlegt wird, ist nicht einsichtig. Diese Diskriminierung lässt sich daher auch aus Anbietersicht nicht rechtfertigen.

e) **Voraussehbares Wirkungsfeld für juristische Gefechte**

Die beabsichtigte Regelung öffnet eine weitere Flanke gegenüber rechtlichen Vorstössen von 2%-Aktionären und (bei nicht unterstützten Angeboten) der Zielgesellschaft. Neben den sattsam bekannten, endlosen Verfahren über Mindestpreis und Bestpreis würde neu auch die Art der Entschädigung zum Spielball von Hedgefonds und anderen, die einzig auf der Suche nach kurzfristigen Kursgewinnen oder unberechtigten Preiserhöhungen sind. Der Anbieter eines Tauschangebots würde sich mit grosser Wahrscheinlichkeit regelmässig mehrinstanzlichen Untersuchungen ausgesetzt sehen, ob nicht irgendein Barkauf eines Dritten in den letzten zwölf Monaten als in Absprache getätigt anzusehen und ihm daher zuzurechnen sei. Würde ein Paketkauf vor dem Angebot aufgrund der neuen Regulierung als Aktientausch getätigt (was in der Vergangenheit auch ohne diese Regulierung manchmal vorkam), so wäre es beispielsweise naheliegend zu behaupten, der Barkauf des Paketverkäufers sei übernahmerechtlich für Zwecke der neuen Regel aufgrund einer stillschweigenden Absprache dem Anbieter zuzurechnen¹⁰.

Mit anderen Worten würden Aufwand und Risiko eines Anbieters eines Tauschangebots ohne Not derart steigen, dass er faktisch keine Vorerwerbe mehr tätigen könnte oder ein Jahr abwarten müsste.

¹⁰ Im Lichte der Quadrant-Praxis könnten zudem auch Absprachen eines Anbieters mit Dritten *nach* einem erfolgten Barkauf durch diese schädlich sein, vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-5272/2009 i.S. Quadrant vom 30. November 2010, E. 4.3, und dazu Gericke/Sibbern, Qualifizierte Aktionäre und Preisregeln, SZW 2011, 321, 326f.

Auch in dieser Hinsicht, würden Tauschangebote gegenüber Barangeboten daher diskriminiert und es müsste mit einer noch höheren Hürde für öffentliche (Tausch-)Angebote gerechnet werden.

f) Zwischenergebnis

Wir möchten anregen, auf Revisionsvorschlag A mangels praktischem Regulierungsbedürfnis, mangels genügender gesetzlicher Grundlage und aufgrund der damit einhergehenden Diskriminierung von Tauschangeboten sowie negativer Folgen im Markt für Unternehmenskontrolle abzusehen.

3. Revisionsvorschlag B

a) Einschränkung von Barkäufen während dem Tauschangebot

(1) Gesetzliche Grundlage

Im Unterschied zur Situation vor Anhebung eines Angebots (vgl. oben ziff. 2.b) ist der übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz (Art. 24 Abs. 2 BEHG) auf die Phase nach Anhebung eines Angebots grundsätzlich anwendbar. Damit ist aber noch nicht gesagt, ob Barzahlung ausserhalb des Tauschangebots und Aktienlieferung im Tauschangebot äquivalent sind oder auf relevante Weise voneinander abweichen.

(2) Erforderlichkeit

Wie bereits erwähnt, konnten Anbieter eines Tauschangebots von 1998 bis Ende 2008 ausserhalb des Tauschangebots, namentlich über die Börse, unbeschränkt Barkäufe tätigen, was zu keinerlei Missbräuchen führte. Somit lässt sich die Erforderlichkeit der Einschränkung von Barkäufen auch für die Periode nach Abschluss eines Angebotes empirisch nicht belegen. Eine Restriktion "aus Prinzip" im Sinne der Verwirklichung einer absoluten Gleichheit, ohne dass damit Missständen entgegengetreten würde, lässt sich höchstens dann stehen lassen, wenn einerseits keine Unterschiede vorliegen, welche eine Relativierung rechtfertigen¹¹, und andererseits keine erheblichen negativen Auswirkungen auf andere gesetzliche Anliegen, namentlich den Anlegerschutz und das Funktionieren des Marktes zu erwarten sind.

Aus dieser Warte lässt sich die Beschränkung verhandelter Barkäufe ausserhalb des Angebots verteidigen, da diese eine Umgehung der Gleichbehandlung im Angebot durch gezielte Barkäufe von Aktienpaketen von einzelnen (in der Regel wohl grösseren) Aktionäre ermöglichen würde.

Anders ist die Situation bei Börsenkäufen: Über die Börse lassen sich keine Tauschgeschäfte abwickeln. Möchten Aktionäre ihre Aktien über die Börse verkaufen, so ist daher nicht einzusehen, weshalb diese Aktien aus diesem technischen Grund ausgerechnet vom Anbieter nicht erworben werden können sollen, zumal dieser auf jeden Fall nicht mehr bezahlen kann, als dem Gegenwert des

¹¹ Der übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz verlangt die relative, nicht die absolute Gleichbehandlung; vgl. Gericke/Wiedmer, a.a.O., Art. 9 N 17.

Tauschangebots entspricht. Da die Börsenkurse nach Bekanntgabe eines Angebots in der Regel sofort auf und – in Erwartung einer Preiserhöhung oder Konkurrenzofferte – häufig über den Wert des Angebots springen, blieben Börsenkäufe eines Anbieters während eines Angebots ohnehin die Ausnahme. Bleibt der Kurs aber unter dem Angebot, so treten gewöhnlich nur Arbitrage-Hedge Funds als mögliche Käufer auf, wenn der Anbieter selber keine Käufe tätigen kann. Dies führt zu einer Marktverzerrung und einem Preisdruck, der sich zu Ungunsten der Anleger auswirkt. Den Anbieter stört dies freilich nur wenig, weil er vorderhand kein Interesse an Barkäufen hat und solche Arbitrage-Käufer ihre Aktien andienen, um einen höheren Gegenwert lösen zu können, und so zum Erfolg des Angebots beitragen.

Zu unterscheiden ist auch der Barauskauf von Mitarbeiteraktien und -optionen: Mitarbeiteraktien- und -optionen werden als Teil der Entschädigung für Arbeitsleistung und Treue zum Unternehmen ausgegeben. Sie können bei vorzeitiger Kündigung durch den Arbeitnehmer dahinfallen und unterstehen auch im Übrigen Sperrfristen, Bedingungen und Befristungen. Oft riskieren die Mitarbeiter bei einer Übernahme zudem ihre Stelle. Die Vergleichbarkeit ihrer Situation mit derjenigen eines Aktionärs ist daher nur sehr entfernt und mit vielen Vorbehalten gegeben. Mitarbeiteraktien und -optionen bezwecken letztlich, den Mitarbeitern eine, wenn auch indirekte, erfolgsabhängige Barentschädigung zu gewähren. Ihre Abgeltung mit Effekten ist nicht nur sehr komplex, sondern widerspricht diesem Zweck und in der Regel auch den expliziten Planbedingungen, welche normalerweise einen Auskauf mit Barmitteln erlauben, aber keinen Tausch vorsehen. Da der Auskauf meistens durch die Zielgesellschaft selber vorzunehmen ist, liegt ein Tausch mit Aktien des Anbieters ohnehin nicht auf der Hand.

(3) Zwischenergebnis

Während die Einschränkung von Barkäufen durch den Anbieter durch verhandelte Geschäfte ausserhalb des Angebots im Grundsatz vertretbar sein kann, ist sie für Aktienkäufe über die Börse und den Auskauf von Mitarbeiteraktien und -optionen¹² abzulehnen.

b) Einschränkung von Barkäufen nach dem Angebot

(1) Grundsätzliches

Die Ausführungen zur Einschränkung von Barkäufen während dem Angebot gelten für die Zeitperiode nach dem Angebot analog: Beschränkungen nach dem Angebot lassen sich nur mit der Umgehungsgefahr bezüglich Beschränkungen während des Angebots begründen, da im Übrigen eine gesetzliche Grundlage für deren Regulierung fehlt. Somit muss zu den Gründen, welche eine Beschränkung während des Angebots erlauben, noch eine erhebliche Umgehungsgefahr hinzukommen.

¹² So im Grunde schon UEK-Verfügung 416/03 i.S. Jelvoli Holding AG vom 28.12.2009, E.1.2.

(2) Umgehungsgefahr

Eine Umgehungsgefahr lässt sich für die Zeit nach dem Angebot auch wieder nur für verhandelte Käufe ausserhalb des Angebots begründen, nicht aber für Käufe über die Börse oder von Mitarbeitern. Ohnehin erfolgen Barkäufe nach dem Angebot aufgrund der fortdauernden Best Price Rule und in Ermangelung anderer Käufer (ausser Hedge Funds) gewöhnlich zu Preisen erheblich unter der Angebotsentschädigung und nie darüber. Die verbleibenden Aktionäre können daher von den Verkäufen über die Börse nicht profitieren. Im Gegenteil sind die Aktionäre, welche angedient haben regelmässig im Vorteil.

Für den Ausschluss des Anbieters von Käufen über die Börse nach Ablauf des Angebots bzw. die Anordnung einer Baralternative in solchen Fällen fehlt es daher an einer Rechtfertigung und an einer gesetzlichen Grundlage.

(3) Negative Auswirkungen einer Einschränkung von Börsenkäufen

Nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot ist der Anbieter der einzige natürliche Käufer. Im Übrigen sind wiederum nur Arbitrageure oder Parteien mit unlauteren Motiven daran interessiert, Aktien zu künstlich gedrückten Börsenkursen zu kaufen, um diese nach Ablauf der 6-Monatsfrist oder in einem Squeeze-out zu einem höheren Preis dem Anbieter zu veräussern.

Ausserdem ist es im öffentlichen Interesse, dass eine erfolgreiche Übernahme durch einen Squeeze-out zu Ende gebracht und die betreffende Unternehmung sich wieder ihrem Geschäft zuwenden kann. Das Interesse, kleine Minderheitsbeteiligungen aufrechterhalten zu können, um als Störfaktor nach Ablauf der Best Price Rule eine höhere Entschädigung erzwingen zu können, ist demgegenüber nicht schützenswert. Gerade die Erfahrungen in Deutschland zeigen, dass der Aktienmarkt nach Abschluss eines Übernahmeangebotes sehr wenig mit Angebot und Nachfrage, aber sehr viel mit erpresserischem Verhalten zu tun hat¹³. Zudem geht es bei den verbleibenden Aktien oft um vergessene Aktien, welche nur mangels Instruktionen nicht angedient wurden. Die Einschränkung von Barkäufen nach Ablauf des Angebots erschwert aber die Erreichung der Squeeze-out-Grenzen. Nicht selten fehlen nach dem Angebot ein oder zwei Prozent auf diese Schwellen, welche mit Börsenkäufen rasch zugekauft werden können (was beim Barangebot ohne weiteres möglich ist).

Dies ist auch im internationalen Vergleich zu beachten: Manche ausländische Rechtsordnungen sehen einerseits tiefere Squeeze-out Schwellen vor und erlauben es andererseits, das öffentliche Angebot mit der Bedingung zu versehen, dass diese Schwellen erreicht werden (dies z.B. die Rechtslage in Deutschland; in England ist ein Squeeze-out über das Scheme of Arrangement schon ab 75% möglich). Die bereits übermässig hohen Hürden für einen Squeeze-out in der Schweiz durch die Einschränkung von Börsenkäufen weiter einzuschränken, schreckt Anbieter ab und diskriminiert das Tauschangebot in ungerechtfertigter Weise gegenüber dem Barangebot. Dies widerspricht der geltenden Neutralität des Übernahmerechts.

¹³ Vgl. dazu das am 1. September 2009 in Kraft getretene Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG).

(4) Zwischenergebnis

Auch für die Zeitperiode nach Ablauf des Tauschangebots sind Börsenkäufe und Barkäufe von Mitarbeiteraktien und -optionen grundsätzlich zuzulassen. Die bisher geltenden Einschränkungen haben sich gerade in dieser Phase als schädlich erwiesen, was ja auch einer der Auslöser der Revisionsbemühungen war.

c) Erleichterungen gemäss Revisionsvorschlag B

(1) Barkauf bei liquiden Titeln

U.E. ist das Kriterium der Liquidität der zum Tausch gebotenen Titel zu hinterfragen. Einerseits wird ja bereits ein erfolgreiches Tauschangebot vorausgesetzt, womit klar ist, dass Titel, die aufgrund ihrer Bewertung, Aussichten oder Liquidität unattraktiv sind, nicht zur Diskussion stehen. Demgegenüber lässt sich argumentieren, dass Titel, die z.B. aufgrund der Höhe des Gegenwerts, trotz wenig Liquidität vom Markt grossmehrheitlich als Entschädigung akzeptiert wurden, nicht zu einer Diskriminierung des Anbieters Anlass geben.

Das Kriterium der Liquidität bringt eine neue Diskriminierung: Statt Tauschangebote im Allgemeinen, werden bestimmte Tauschangebote schlechter behandelt. Noch einmal ist in Erinnerung zu rufen, dass das Börsenrecht der Art der Gegenleistung neutral gegenüber steht und es dem Markt überlässt, zu urteilen, ob diese von Art und Höhe her attraktiv genug ist.

Ausserdem ist das Kriterium der Liquidität unklar: Wann müssen die Titel liquid sein und nach welchen Kriterien? Genügt beispielsweise Liquidität nach Kriterien einer ausländischen Börse? Um Rechtssicherheit zu ermöglichen und juristisches Störfeuer zu vermeiden, müssten klare Kriterien zur Anwendung kommen, welche bereits vor Anhebung eines öffentlichen Tauschangebots ohne weiteres und definitiv die Feststellung der Zulässigkeit oder Unzulässigkeit von Barkäufen ermöglichen würden.

Vor allem aber sollte aus unserer Sicht die Umgehungsgefahr Grundlage jeder Einschränkung von Barkäufen nach Ablauf des Angebots sein. Mangels Umgehungsgefahr und in Anbetracht der erwähnten schädlichen Auswirkungen sollte auf ein Verbot von Käufen über die Börse sowie von Barkäufen von Mitarbeitern generell verzichtet werden.

(2) Erleichterung ab Angebotsvollzug

Revisionsvorschlag B soll erst ab Vollzug, nicht schon ab Ablauf der Nachfrist für das Tauschangebot Erleichterung bringen¹⁴. Da der genaue Zeitpunkt des Vollzugs letztlich nicht in der Hand des Anbieters liegt (wie auch Anhörungsvorlage Rz 52 ausführt), die Dreimonatsfrist für die börsenrechtliche Kraftloserklärung jedoch nach Ablauf der Nachfrist zu laufen beginnt¹⁵, gefährdet diese Regelung den eigentlichen Zweck der Erleichterung: Die verbleibenden Aktionäre laufen Gefahr

¹⁴ Zur missverständlichen Formulierung im vorgeschlagenen Art. 9a Abs. 3 vgl. oben Ziff. 1.

¹⁵ Statt vieler Schärer/Zeiter, Going Private Transaktionen, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions V, Zürich 2003, 43; BSK BEHG-Rampini/Reiter, Art. 33 N 16.

auf ihren Aktien sitzen zu bleiben, während der Anbieter als einziger natürlicher Käufer von der Börse ausgeschlossen wird und tatenlos zuschauen muss, auch wenn die Squeeze-out-Grenze nur knapp unterschritten wurde. Zumindest müsste daher auch das Angebot nach der Nachfrist für "vergessene", nachgemeldete Aktien ohne grosse Formalitäten wieder geöffnet werden können.

d) Zwischenergebnis

Während jede Erleichterung gegenüber Rundschreiben Nr. 4 zu begrüßen ist, sollten Barkäufe über die Börse sowie von Mitarbeitern nach Ablauf der Nachfrist in jedem Fall allgemein zulässig sein.

4. Schlussfolgerungen

Aus obgenannten Ausführungen ergibt sich, dass

- für Revisionsvorschlag A (10%-Regel) sowohl im Grundsatz als auch für die konkrete Ausgestaltung mit der 10%-Grenze keine genügende gesetzliche Grundlage vorliegt, dieser zu stossenden Resultaten führen kann und öffentliche Tauschangebote noch vermehrt juristischem Kreuzfeuer aussetzt und letztlich unattraktiv macht.
- Revisionsvorschlag B (Liquiditätsregel) als Erleichterung vom bisherigen vollständigen Verbot grundsätzlich zu begrüßen ist, seinen Zweck aber nur erreichen kann, wenn das Liquiditätserfordernis in rechtssicherer Weise bereits vor Anhebung eines Angebots abschliessend geprüft werden kann und die Erleichterung bereits ab Ablauf der Nachfrist gilt.
- ungeachtet der Revisionsvorschläge A und B Börsenkäufe und Barkäufe von Mitarbeitern unter keinen Umständen eine Pflicht zu einer Baralternative im öffentlichen Angebot auslösen sollten.

Nochmals danken wir für die Gelegenheit zur Stellungnahme und stehen für allfällige Fragen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung

Homburger AG



Dr. Dieter Gericke

Par courrier ordinaire et électronique (counsel@takeover.ch)

Commission des OPA

Selnaustrasse 30

Postfach

CH-8021 Zurich

A l'att. de Monsieur le Professeur Luc Thévenoz

Genève, le 1^{er} juin 2012

9996.052 / 11.577348 3 / IFFLJ

**Consultation concernant la révision de l'OOPA
Egalité de traitement dans les offres publiques d'échange**

Monsieur le Président,
Mesdames et Messieurs,

Nous donnons suite à votre courrier du 4 mai 2012, dont nous vous remercions, et vous communiquons comme souhaité nos observations sur le projet de révision de l'OOPA que vous nous avez fait parvenir.

Associés Genève: Dominique F. Rochat • Andreas von Planta • Benoît Chappuis • Shelby du Pasquier • Guy Vermeil
Paolo Michele Patocchi • Mark Barmes* • François Rayroux • Jean-Blaise Eckert • Daniel Tunik • Olivier Stahler
Andreas Rötheli • Xavier Favre-Bulle • Benoît Merkt • David Ledermann • Jacques Iffland • Daniel Schafer • Miguel Oural • Fedor
Poskriakov
Zürich: Rudolf Tschäni • Urs L. Baumgartner • Patrick Hünerwadel • Stefan Breitenstein • Matthias Oertle • Martin Burkhardt
Heini Rüdüsühli • Marcel Meinhardt • Patrick Schleiffer • Thierry Calame • Beat Kühni • Lukas Morscher
Alex Wittmann • Tanja Luginbühl • Jürg Simon • Matthias Wolf • Hans-Jakob Diem • Pascal Hinny • Harold Frey • Marcel Tranchet • Tino
Gaberthüel • Astrid Waser • Stefan Erni
Lausanne: Lucien Masméjan

1. Inadéquation du régime actuel

Nous partageons l'avis selon lequel le régime que consacre actuellement le ch. 4 de la Circulaire no 4 de la COPA est inapproprié.

En effet:

- **Le ch. 4 de la Circulaire no 4 de la COPA est dépourvu de base légale.** Le but de l'exigence de contreprestation en espèces de l'article 43 OBVM-FINMA est d'assurer la réalité du droit de sortie des actionnaires minoritaires *en cas d'offre obligatoire*. Il n'est *pas* d'assurer l'égalité de traitement des destinataires *d'offres volontaires*. La note marginale de l'article 43 OBVM-FINMA est claire à ce sujet, puisqu'elle renvoie à l'article 32 LBVM – et non l'article 24 al. 2 LBVM.

Le ch. 4 de Circulaire no 4 est sans relation avec l'article 43 OBVM-FINMA, puisqu'il s'applique aux offres *volontaires*. Cette disposition excède donc le cadre de la réglementation sur les offres obligatoires. Elle donne en outre au principe d'égalité de traitement une portée fondamentalement différente de celle qui lui avait été assignée jusqu'à l'adoption de la Circulaire no 4 en février 2009. Elle contredit en particulier la pratique de la COPA antérieure à 2009, qui niait qu'un achat de titres en espèces soit source d'inégalité de traitement dans le cadre d'une offre d'échange (recommandation *Leica Geosystems Holdings AG* du 24 août 2005 c. 7.3). L'article 24 al. 2 LBVM n'ayant pas été modifié depuis son entrée en vigueur en 1998, il n'existe pas de motif pour que la portée de cette norme ait changé dans l'intervalle.

L'insuffisance de base légale du régime envisagé par le projet d'article 9a OOPA se reflète dans le choix des dispositions que le projet soumis à consultation mentionne comme fondement juridique. Le projet d'article 9a OOPA identifie les articles 24 al. 2 et 28 lit. c LBVM, ainsi que l'article 43 OBVM-FINMA comme bases légales. Comme indiqué à l'alinéa précédent, la COPA considérait elle-même, jusqu'en 2009, que l'article 24 al. 2 LBVM n'impose *pas* d'obligation de présenter une contreprestation en espèces en cas d'achat de titres en espèces en-dehors d'une offre d'échange. L'article 24 al. 2 LBVM ne constitue donc pas – à lui seul – une base légale suffisante pour justifier un tel régime. L'article 28 lit. c LBVM ne traite pas d'égalité de traitement, mais du principe de loyauté, qui est un concept différent. L'article 43 OBVM-FINMA ne constitue quant à lui pas une base *légale*, puisque cette disposition appartient à une *ordonnance*. En outre, comme indiqué plus haut, l'article 43 OBVM-FINMA n'a pas pour but d'assurer le respect du principe d'égalité de traitement dans le cadre d'offres volontaires, mais l'existence d'un droit de sortie effectif en cas d'offre obligatoire.

L'exigence de contreprestation en espèces de l'article 43 OBVM-FINMA a pour objectif d'assurer l'efficacité du régime d'offre obligatoire, non la mise en œuvre du principe d'égalité de traitement. Cette exigence découle de l'article 32 LBVM, non de l'article 24 al. 2 LBVM. A lui seul, l'article 24 al. 2 LBVM constitue une base légale insuffisante pour imposer la présentation d'une contreprestation en espèces.

- L'incertitude quant à la base légale du projet d'article 9a OOPA se traduit par une **incohérence dans la définition du champ d'application de cette norme**. Si l'article 9a OOPA avait réellement pour fonction d'assurer l'égalité de traitement des actionnaires de la société visée, il devrait logiquement s'appliquer à *toutes* les offres publiques, et non seulement aux offres qui permettent à l'offrant de franchir le seuil déclenchant une obligation d'offre. A l'inverse, si le but de la règle était d'assurer l'existence d'un droit de sortie effectif en cas d'offre obligatoire, il n'y aurait aucun motif d'en étendre le champ d'application à des offres volontaires. Le projet d'article 9a OOPA est contradictoire à cet égard: son alinéa 2 ne s'applique qu'aux offres qui visent des titres de participation dont l'acquisition permettrait de franchir le seuil imposant une offre obligatoire, alors que son alinéa 3 s'applique à l'ensemble des offres d'échange.

Le manque de clarté quant au fondement de l'exigence de contreprestation en espèces (règles sur l'offre obligatoire ou principe d'égalité de traitement) se traduit par une incohérence dans la définition du champ d'application du projet d'article 9a OOPA. Si cette norme avait réellement pour objectif d'assurer l'égalité de traitement des actionnaires de la société visée, elle devrait s'appliquer à toutes les offres, et non seulement à celles qui visent des titres de participation dont l'acquisition permettrait de franchir le seuil imposant une offre obligatoire.

- Outre son absence de base légale, le régime que consacre le ch. 4 de la Circulaire no 4 de la COPA repose sur la prémisse que toute acquisition de titres de participation de la société visée pendant la période prévue par l'article 9 OOPA constitue nécessairement une inégalité de traitement incompatible avec l'article 24 al. 2 LBVM. Cette prémisse est cependant erronée. **Pendant la période d'offre, l'achat de titres de participation de la société visée ne viole pas le principe d'égalité de traitement s'il intervient en bourse.** Les transactions boursières sont réalisées dans le cadre d'un marché public (au SIX Swiss Exchange, par l'intermédiaire du "matcher") auquel tout actionnaire de la société visée a la faculté de participer. Les actionnaires sont donc traités de façon rigoureusement identique dans ce contexte, et aucun d'entre eux n'est discriminé ou avantagé par de telles transactions.

En outre, l'idée selon laquelle l'achat en espèces d'une seule action de la société visée crée nécessairement une inégalité de traitement avec les destinataires d'une offre d'échange est inexacte. Les détenteurs de petits nombres d'actions ne se trouvent pas dans la même situation que les détenteurs de participations importantes. Les premiers peuvent disposer de leurs titres en tout temps sur le marché boursier, alors que les seconds ne le peuvent généralement pas. Le fait que l'offrant permette à de petits porteurs de disposer de leurs titres en bourse ne signifie pas qu'il favorise ces derniers par rapport aux détenteurs de participations plus importantes, dont la liquidité est de toute façon plus faible.

En cas d'offre d'échange, des achats en espèces de l'offrant (et des personnes agissant de concert avec lui) ne peuvent être source d'inégalité que si ces achats sont (i) réalisés hors bourse et (ii) portent sur un nombre de titres important.

- *Après l'échéance d'une offre d'échange, l'offre d'une contreprestation en espèces ne peut pas garantir l'égalité de traitement entre actionnaires.* Si l'achat de titres en espèces après l'exécution d'une offre d'échange pouvait nécessiter l'offre d'une contreprestation en espèces comme le prévoit le ch. 4 de la Circulaire no 4, il y aurait lieu de s'interroger sur le prix auquel cette nouvelle offre devrait être faite. La valeur d'une offre d'échange variant avec l'évolution du cours des titres offerts en échange, il conviendrait en particulier de déterminer si la date de référence pour le calcul de la contreprestation en espèces devrait être la date de la publication de l'offre d'échange, celle de son exécution, ou encore une autre date. Aucun élément objectif ne permettant de justifier le choix d'une date de référence plutôt que d'une autre, la détermination du montant de la contreprestation en espèces serait nécessairement arbitraire dans un tel cas.

Exiger une contreprestation en espèces après l'exécution d'une offre d'échange est impropre à assurer l'égalité de traitement des actionnaires de la société visée.

2. Inaptitude du régime proposé à assurer l'égalité de traitement des actionnaires de la société visée

Pour les motifs exposés plus haut, le régime soumis à consultation ne peut pas être justifié par des considérations d'égalité de traitement entre actionnaires. En outre, le régime envisagé est lui-même source d'inégalités. Ainsi:

- Il n'est pas clair pourquoi l'achat d'actions de la société visée en-dehors d'une offre d'échange serait considéré comme constitutif d'inégalité de traitement, alors que tel n'est pas le cas dans le cadre d'une offre en espèces. En cas d'offre en espèces, celui qui dispose de ses titres sur le marché est avantagé par rapport à celui qui présente ses titres à l'offre, puisque le premier reçoit le prix de vente de ses titres immédiatement, alors que le second doit attendre l'exécution de l'offre, qui peut intervenir plusieurs mois plus tard. Le régime mis en consultation discrimine sans motif les offres d'échange par rapport aux offres d'achat.
- Il n'est pas expliqué pourquoi l'alinéa 2 du projet d'article 9a ne devrait s'appliquer qu'aux offres d'échange dont l'exécution permettrait de franchir le seuil imposant une offre obligatoire, alors que l'alinéa 3 serait applicable à n'importe quelle offre. Comme indiqué plus haut, de deux choses l'une: si le but de l'exigence de contreprestation en espèces était d'assurer le respect du principe d'égalité de traitement, il devrait logiquement s'appliquer à *toutes* les offres, et non pas seulement à celles qui permettent de franchir le seuil imposant une obligation d'offre. A l'inverse, si le but de la réglementation était d'assurer un droit de sortie effectif en cas d'offre obligatoire, rien ne justifierait qu'une contrepartie en espèces soit exigée dans des situations dans lesquelles les règles sur l'offre obligatoire ne s'appliquent pas.
- Il n'est pas clair pourquoi les achats d'actions réalisés *avant* une période d'offre pourraient être source d'égalité de traitement en cas d'offre d'échange subséquente. Il n'est pas davantage expliqué pourquoi une telle inégalité n'interviendrait que si la participation acquise avant l'offre représentait 10% ou plus du capital ou des droits de vote de la société

visée, alors que l'acquisition d'une seule action aurait déjà cet effet après la publication de l'offre. La distinction opérée à cet égard n'est pas expliquée, et semble arbitraire. Le projet d'article 9a OOPA contredit l'interprétation qui est actuellement donnée de l'article 24 al. 2 LBVM, selon laquelle les achats en espèces réalisés avant l'annonce préalable ou la publication d'une offre ne font pas obstacle à une offre d'échange. En l'absence de modification de l'article 24 al. 2 LBVM, on voit mal pourquoi cette disposition devrait désormais être interprétée de façon fondamentalement différente de ce qui a été fait par le passé.

- Il n'est pas expliqué pourquoi la règle exigeant la présentation d'une contreprestation en espèces ne cesserait de s'appliquer après l'exécution d'une offre d'échange que si les valeurs mobilières offertes en échange sont "liquides", alors qu'une réserve comparable n'est pas faite pour l'application de la "best price rule". Selon la pratique de la COPA, la valeur d'une offre d'échange est toujours arrêtée à la date de son exécution pour les besoins de l'article 10 OOPA (décision 422/02 *LO holding Lausanne-Ouchy S.A. / JJM Participations SA* du 1^{er} septembre 2009 c. 3 N 6), et cela même si les valeurs mobilières offertes en échange sont illiquides. Il n'existe pas de motif d'adopter un régime différent pour les besoins de la "best price rule", d'une part, et de la règle régissant la présentation d'une contreprestation en espèces, d'autre part. Dans le régime envisagé, les deux règles ont en effet le même objectif: assurer la mise en œuvre du principe d'égalité de traitement. Elles reposent toutes deux sur l'idée que les destinataires d'une offre d'échange ont eu la faculté de disposer des titres acquis dans le cadre de l'échange après l'exécution de l'offre. Rien ne justifie donc qu'il soit exigé que les titres offerts en échange soient "liquides" dans un cas, et pas dans l'autre.

Outre qu'il n'assure pas l'égalité de traitement des destinataires d'offres publiques, le régime envisagé crée des inégalités injustifiées, en appliquant des régimes différents à des situations pourtant comparables.

3. Risque de paralysie du marché suisse des prises de contrôle du fait des incertitudes suscitées par le régime envisagé et des droits procéduraux mis à disposition de la société visée et de ses actionnaires

L'insuffisance de base légale ainsi que les incohérences dans le champ d'application du régime mis en consultation sont susceptibles d'avoir des conséquences graves dans le contexte de la réglementation suisse en matière d'OPA, dans laquelle la société visée et ses actionnaires bénéficient de droits procéduraux importants. Le fait que certains aspects du régime envisagé soit comparable au régime britannique ne signifie pas qu'il puisse être mis en œuvre en Suisse de la même façon qu'au Royaume-Uni. Les moyens procéduraux permettant de contester les décisions du Takeover Panel sont plus limités que ceux permettant de recourir contre les décisions de la COPA. L'absence de base légale suffisante ou d'éventuelles incohérences de la réglementation revêtent donc moins d'importance dans le système anglais que dans le régime suisse. De même, les pouvoirs étendus dont bénéficie le Takeover Panel lui permettent de déroger aux règles du Takeover Code lorsque les circonstances le justifient sans créer de risque important de contestation judiciaire. Par contraste, l'octroi de dérogations *ad hoc* par la COPA peut donner lieu à des griefs d'inégalité de traitement.

Comme l'a montré l'affaire *Quadrant*, les litiges résultant de contestations d'actionnaires peuvent s'étendre sur plusieurs années. Les incertitudes qui en découlent sont le plus souvent inacceptables pour les entreprises concernées, et peuvent conduire à une paralysie durable du marché suisse des prises de contrôle. Une telle situation ne correspond ni à l'intérêt de la place financière suisse, ni à celle des actionnaires des sociétés cotées en bourse.

Pour assurer le fonctionnement régulier du marché suisses des prises de contrôle, il est essentiel que les règles qui régissent les offres publiques d'acquisition soient simples, reposent sur des bases légales incontestables, et soient interprétées de façon prévisible. Le régime mis en consultation ne satisfait à aucune de ces conditions. Il est en effet complexe, repose sur des bases légales insuffisantes, et procède d'une interprétation du principe d'égalité de traitement que la COPA elle-même ne soutenait pas jusqu'à une date récente.

De même, compte tenu de l'étendue des droits procéduraux dont bénéficient les sociétés visées et leurs actionnaires, les situations dans lesquelles des opérations anodines se voient attacher des conséquences disproportionnées devraient être évitées. Ainsi, un régime dans lequel l'offrant qui acquiert "ne serait-ce qu'un titre en espèces" pendant une offre d'échange devrait nécessairement assortir son offre d'une contreprestation en espèces sera le plus souvent disproportionné (par exemple lorsque la société visée rachète ses propres titres de participation pour financer ses plans de participation de collaborateurs), et devra faire l'objet de correctifs *ad hoc*. Or de tels correctifs seront souvent difficiles à apporter dans un régime dans lequel la société visée et ses actionnaires disposent de droits procéduraux étendus. Une règle trop schématique – comme par exemple celle de l'actuel ch. 4 de la Circulaire no 4 ou du projet d'article 9a al. 3 OOPA – conduirait de façon prévisible à des litiges, ce qui nuirait à la prévisibilité et à la fiabilité de la réglementation sur les OPA.

Le régime envisagé présente un potentiel de litige important, qui risque de paralyser de façon durable le marché suisse des prises de contrôle, et de porter ainsi atteinte aux intérêts tant de la place financière suisse que des investisseurs.

4. Caractère atypique du régime envisagé dans le contexte international

Sur le plan international, le régime mis en consultation constitue une solution extrême, qui va au-delà des exigences de la Directive européenne en matière d'OPA. Ainsi, la Directive 2004/25/CE du parlement européen et du conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition:

- n'impose pas de contreprestation en espèces dans tous les cas d'offre obligatoire (cf. article 5 para. 5 de la Directive 2004/25/CE);
- limite la période de "look-back" utilisée pour déterminer si des acquisitions de titres justifient la présentation d'une contreprestation en espèces aux six mois qui précèdent la publication de l'offre (article 5 para. 4 et 5 de la Directive 2004/25/CE), alors que le régime mis en consultation étend cette période à *12 mois*;

- n'impose l'inclusion d'une contrepartie en espèces que si le nombre de titres de participation acquis pendant la période de "look-back" précédant la publication de l'offre et pendant la période d'offre représente 5% des droits de vote (article 5 para. 5 al. 4 de la Directive 2004/25/CE); par contraste, dans le régime mis en consultation, l'acquisition d'une seule action de la société visée contre des espèces pendant la période d'offre suffit à obliger l'offrant à offrir une contrepartie en espèces; et
- ne tient pas compte des transactions réalisées après la période d'offre pour juger de la nécessité d'une contrepartie en espèces.

La réglementation suisse actuelle appartient donc d'ores et déjà aux régimes les plus contraignants en matière d'exigence de contrepartie en espèces, puisqu'elle requiert une telle contrepartie dans *tous les cas* d'offre obligatoire. Il n'existe pas de raison que la Suisse adopte un régime notablement plus rigoureux que ses voisins. Une telle attitude se justifie d'autant moins que – comme indiqué plus haut – les règles procédurales suisses créent un risque de litige élevé, et peuvent par conséquent conduire à une paralysie du marché domestique des prises de contrôle.

5. Propositions

Pour les motifs qui précèdent, nos propositions sont les suivantes:

- Le ch. 4 de la Circulaire no 4 de la COPA devrait être abrogé avec effet immédiat, sans être remplacé. La règle que consacre cette disposition et dépourvue de base légale et viole le principe d'égalité de traitement au lieu d'en assurer le respect. Elle est en outre impraticable après l'exécution d'une offre d'échange.
- Aucun régime de remplacement ne devrait à notre sens être adopté dans l'immédiat. En particulier, une modification de l'OOPA semble inopportune à quelques mois de la révision des dispositions de la LBVM en matière d'OPA, qui nécessitera selon toute vraisemblance des modifications importantes de l'OBVM-FINMA et de l'OOPA. Un nouveau régime introduit à ce stade serait voué à être révisé à nouveau dans les prochains mois, ce qui nuirait à la sécurité du droit et créerait un risque de confusion.
- Le régime de l'article 36 OBVM-FINMA devrait être reconsidéré après l'entrée en vigueur du nouvel article 32 LBVM. Le champ d'application de cette norme devrait être clarifié, en particulier pour ce qui concerne son application aux offres volontaires. Il n'est pas satisfaisant qu'un point aussi fondamental de la réglementation sur les OPA ne soit traité que dans une circulaire dont la légalité est susceptible d'être mise en cause.
- Le principe d'égalité de traitement ne devrait être invoqué qu'avec une grande retenue pour justifier l'obligation de présenter une contrepartie en espèces. Une telle obligation devrait être limitée aux circonstances dans lesquelles (i) des titres de participation de la société visée ont été acquis hors bourse et (ii) le nombre de titres acquis est important (*e.g.* supérieur à 10% du capital et des droits de vote de la société visée). En aucun cas une contrepartie en espèces ne devrait être exigée après l'exécution d'une offre d'échange.

Nous espérons que les éléments qui précèdent pourront être pris en considération, et nous tenons à votre disposition pour conférer des points qui précèdent si vous le souhaitez.

Croyez, Monsieur le Président, Mesdames et Messieurs, à l'assurance de nos sentiments distingués.

Lenz & Staehelin

Rudolf Tschäni

Jacques Iffland

Hans-Jakob Diem

11. Juni 2012

Elektronische Mitteilung (E-Mail)
Übernahmekommission
Selnaustrasse 30
Postfach 1758
CH-8021 Zürich

Anhörung zur geplanten Änderung der Übernahmeverordnung (UEV) und Aufhebung des UEK-Rundschreibens Nr.4

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir haben von der geplanten Änderung der Übernahmeverordnung (UEV) und Aufhebung des UEK-Rundschreibens Nr.4 Kenntnis genommen und danken Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme.

Die in nArt. 9a Abs. 2 UEV vorgeschlagene Erfassung von Barkäufen in den 12 Monaten vor der Angebotspublikation begrüssen wir grundsätzlich. Allerdings erscheint die vorgeschlagene Aufgreifschwelle von 10% als zu hoch angesetzt, als sie den Aufbau einer unter Umständen faktisch erheblichen Beteiligung zulässt (angesichts der häufig nur relativ bescheidenen Vertretung von Aktien anlässlich der Generalversammlung kann der Einfluss mit 10% der Stimmrechte schon erheblich sein). So sieht Art. 20 BEHG Meldeschwellen bei bereits 3 und 5% vor. Aus diesen Gründen ist die Aufgreifschwelle tiefer, bspw. bei 3 oder 5% anzusetzen. Eine solche Schwelle belässt dem (späteren) Anbieter im Vorfeld eines Angebotes eine ausreichende Freiheit, schliesst aber andererseits den Aufbau einer relevanten Stimmrechtsposition sowie die in den Erläuterungen der Übernahmekommission dargelegte potentielle Ungleichbehandlung der Aktionäre weitgehend aus.

Die in nArt. 9a Abs.3 UEV vorgesehene materielle Beibehaltung der geltenden Rechtslage zwischen Angebotspublikation und -vollzug wird begrüsst.

Die in nArt. 9a Abs. 4 UEV e contrario neu geschaffene Möglichkeit, unmittelbar nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere zu kaufen, sofern die zum Umtausch angebotenen Effekten liquide waren, ist zu begrüssen.

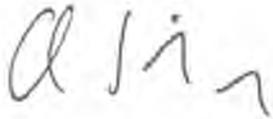
Zu den übrigen vorgeschlagenen Änderungen haben wir keine weiteren Kommentare.

In der Summe werden die vorgeschlagenen Änderungen als im allgemeinen sachgerecht und den Entwicklungen Rechnung tragend eingestuft. Allerdings ist auch zu beachten, dass bei bedeutenden Transaktionen die vom Erwerber bereitzuhaltenden Barmittel sehr rasch enorme Höhen erreichen können, die auch die Tresorerie einer grossen Unternehmung vor unüberwindliche Hindernisse stellen kann. Dies ist umso mehr der Fall, wenn sich aufgrund von Währungsschwankungen in Zeiten einer Finanzkrise Unwägbarkeiten aufbauen, die an sich

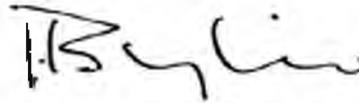
betriebs- wie volkswirtschaftlich sinnvolle Übernahmen bei einer zu harschen Regelung im Keim ersticken. Dem sollte eine ausgewogene Regelung in jedem Fall Rechnung tragen.

Mit freundlichen Grüßen

SwissHoldings
Geschäftsstelle



Christian Stiefel
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Jacques Beglinger
Mitglied der Geschäftsleitung

cc SH-Vorstand

Übernahmekommission
Prof. Dr. Luc Thévenoz, Präsident
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

Per E-Mail an:
counsel@takeover.ch

12. Juni 2012

Gleichbehandlung bei öffentlichen Tauschangeboten

Sehr geehrter Herr Präsident

Mit Schreiben vom 4. Mai 2012 haben Sie uns gebeten, Ihnen unsere Stellungnahme zu der von der Übernahmekommission vorgeschlagenen Aufhebung des UEK-Rundschreibens Nr. 4 und der gleichzeitigen Schaffung eines neuen Art. 9a UEV zukommen zu lassen. Wir danken Ihnen für diese Gelegenheit der Meinungsäusserung, die wir gerne aus einer gesamtwirtschaftlichen Sicht wahrnehmen.

Zusammenfassung

economiesuisse begrüsst die Angleichung des Schweizerischen Übernahmerechts an das EU-Übernahmerecht und die Stärkung der Gleichberechtigung der Aktionäre grundsätzlich. Die Vorschläge der Übernahmekommission geben jedoch bei den Mitgliedern von economiesuisse im Einzelnen zu verschiedenen Einwendungen Anlass, die zu berücksichtigen und vertieft abzuklären sind.

Bei der Revision der Übernahmeverordnung handelt es sich um eine technische Spezialmaterie, die nur für wenige Mitglieder von economiesuisse konkrete Auswirkungen hat. Entsprechend haben sich nur einige wenige Mitglieder zu den Revisionsvorschlägen der Übernahmekommission vernehmen lassen. Grundsätzlich wird die Revision begrüsst, in einigen Punkten jedoch bestehen kritische Einwendungen, die bei den weiteren Arbeiten zu berücksichtigen und vertieft abzuklären sind.

1 Art. 9a Abs. 2 E-UEV

Der Anbieter muss bei einem Angebot, welches Beteiligungspapiere umfasst, welche die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen, eine Baralternative anbieten, sofern er in den zwölf Monaten vor dem Angebot mehr als 10% einer Beteiligung an der Zielgesellschaft gegen bar erworben hat.

Diese vorgeschlagene Regelung wird von economiesuisse begrüsst. Jedoch erscheint die vorgeschlagene Aufgreifschwelle von 10% für einzelne Mitglieder von economiesuisse als zu hoch angesetzt. In

Übereinstimmung mit Art. 20 BEHG sollte die Aufgreifschwelle bereits bei 3% oder 5% angesetzt werden.

2 Art. 9a Abs. 3 E-UEV

Der Anbieter hat eine Baralternative anzubieten, wenn er ab der Veröffentlichung des Angebots bis zum Vollzug desselben Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, gegen bar erwirbt.

Ein Teil der Mitglieder von economiesuisse begrüsst die vorgesehene materielle Beibehaltung der geltenden Rechtslage zwischen Angebotspublikation und –vollzug. Ein anderer Teil macht darauf aufmerksam, dass jedem Aktionär frei steht, seine Aktien während der Angebotsfrist im Markt zu verkaufen. Folglich ist es nicht einsichtig, weshalb ein Übernehmer diese nicht auch gegen bar (unter Einhaltung der Best Price Rule) erwerben könnte.

3 Art. 9a Abs. 4 E-UEV

Falls die zum Tausch angebotenen Effekten nicht liquid sind und keine Baralternative angeboten wird, darf der Anbieter während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist keine Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, gegen bar erwerben.

Die neue Regelung von Art. 9a Abs. 4 E-UEV führt für einen Teil der Mitglieder von economiesuisse zu grösseren praktischen Problemen. Nach der Angebotsfrist sollte es einem Erwerber aus Gründen der Verhältnismässigkeit erlaubt sein, Aktien der Zielgesellschaft gegen bar zu erwerben. Als Beispiel können die Nachzügler dienen, die den Termin zum Tausch der Aktien verpasst haben und für die dann ausserhalb eines geordneten Transaktionsprozesses ein Umtausch stattfinden soll. Gerade bei kleinen Stückzahlen rechtfertigt sich dieser Aufwand für die beteiligten Parteien nicht. Ein Kauf gegen bar wäre vorzuziehen. Ausserdem ist auf einen weiteren Punkt hinzuweisen: Die SIX Swiss Exchange kann im Rahmen der Dekotierung verlangen, dass ein Handel in Aktien der Zielgesellschaft aufrechterhalten wird (es kommt vor, dass die Dekotierung vor Ablauf der Pflicht zur Einhaltung der Best Price Rule erfolgt). Da in einem solchen Fall im Normalfall ausschliesslich der Anbieter als Käufer von Aktien auftritt, stünde dies im Konflikt zu Absatz 4 und scheint nicht lösbar zu sein.

Für detailliertere und vertiefte Ausführungen verweisen wir auf die Stellungnahmen unserer Mitglieder, die der Übernahmekommission direkt eingereicht wurden.

Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Anliegen bestens. Bei Fragen oder Unklarheiten stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

economiesuisse

Thomas Pletscher
Mitglied der Geschäftsleitung

Dr. Meinrad Vetter
Stv. Leiter Wettbewerb und Regulatorisches