



SEVERIN ROELLI

Unzulässigkeit konkurrierender Teilangebote im schweizerischen Übernahmerecht



CHRISTIAN LEUENBERGER

Im Zusammenhang mit der Übernahme der Absolute Private Equity AG durch HarbourVest Partners mittels eines öffentlichen Kaufangebots i.S.v. Art. 22 BEHG hatte die Übernahmekommission erstmals ein Vollangebot mit einem Teilangebot zu koordinieren. Dazu wählte die Übernahmekommission nicht den Weg über die Regeln betreffend konkurrierende Angebote gemäss Art. 30 BEHG i.V.m. Art. 48 ff. UEV, sondern entschied sich für andere Koordinationsmittel. Die Autoren zeigen auf, weshalb die Entscheidung trotz teilweise nicht schlüssiger Begründung der Übernahmekommission mit Blick auf die übernahmerechtlichen Ziele effizienter Unternehmenskontrollmarkt und Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger im Ergebnis richtig ist. Zudem versuchen sie, aus dem konkreten Entscheid, allgemeine Regeln für die Koordination von sich überschneidenden Voll- und Teilangeboten zu entwickeln.

Dans le cadre du rachat de la société Absolute Private Equity SA par HarbourVest Partners au moyen d'une offre publique d'acquisition au sens de l'art. 22 LBVM, la Commission des offres publiques d'acquisition a dû coordonner pour la première fois une offre totale avec une offre partielle. A cet effet, la Commission des offres publiques d'acquisition n'a pas choisi de passer par les règles concernant les offres concurrentes selon l'art. 30 LBVM en relation avec les art. 48 ss OOPA, mais a opté pour d'autres moyens de coordination. En dépit d'une motivation de la Commission des offres publiques d'acquisition qui n'est en partie pas concluante, les auteurs expliquent pourquoi la décision est finalement satisfaisante au regard des objectifs poursuivis en matière d'acquisitions, soit un marché efficace de contrôle des entreprises et la garantie de la liberté de décision des destinataires d'offres. Ils tentent par ailleurs de développer, en partant de la décision concrète, des règles générales pour coordonner les offres totales et partielles qui se recoupent.

Inhaltsübersicht

1. Einleitung
 - 1.1. Die Übernahme der Absolute Private Equity AG durch HarbourVest Partners
 - 1.2. Die Qualifikation des ACP-Teilangebots als nicht konkurrierendes Angebot
 - 1.3. Untersuchungsgegenstand und Ergebnisse des Beitrags
2. Begriffliches
 - 2.1. Vollangebot und Teilangebot
 - 2.2. Pflichtangebot, gemischtes freiwilliges Angebot und reines freiwilliges Angebot
 - 2.2.1. Pflichtangebot
 - 2.2.2. Gemischtes freiwilliges Angebot
 - 2.2.3. Reines freiwilliges Angebot
 - 2.3. Vorhergehendes und konkurrierendes Angebot (konkurrierende Angebote)
 - 2.3.1. Anforderungen an Frist und Form
 - 2.3.2. Inhaltliche Anforderungen
3. Die Sonderregeln für konkurrierende Angebote
 - 3.1. Auswirkungen auf den zeitlichen Ablauf
 - 3.2. Mindestpreis des konkurrierenden Angebots
 - 3.3. Gleichbehandlung der konkurrierenden Anbieter
 - 3.4. Widerrufsrecht der Angebotsempfänger
4. Teilangebote können grundsätzlich keine konkurrierenden Angebote sein
 - 4.1. Die Qualifikation des ACP-Teilangebots durch die Übernahmekommission
 - 4.1.1. Übersicht über die Ziele der besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote und Ausführungen zum übernahmerechtlichen Auktionsverfahren
 - 4.1.2. Argument der Effizienz
 - 4.1.3. Argument der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit
 - 4.1.4. Fazit
 - 4.2. Kritik am Entscheid
 - 4.3. Das übernahmerechtliche Ziel eines effizienten Unternehmenskontrollmarkts verbietet die Anwendung der besonderen Regeln über konkurrierende Angebote
 - 4.3.1. Die Effizienz des Unternehmenskontrollmarkts als Ziel des Übernahmerechts
 - 4.3.2. Die Funktionsweise von Auktionsverfahren im Allgemeinen
 - 4.3.3. Der Gegenstand von Auktionsverfahren im Übernahmerecht ist ausschliesslich die Kontrolle über die Zielgesellschaft
 - 4.3.4. Die Sonderregeln für konkurrierende Angebote bzw. das durch sie ermöglichte Auktionsverfahren als Mittel zur Steigerung der Effizienz des Unternehmenskontrollmarkts
 - 4.3.5. Inhaltliche Anforderung an ein vorausgehendes und ein konkurrierendes Angebot
 - 4.3.6. Erfüllen Angebote die inhaltlichen Anforderungen an ein vorhergehendes und ein konkurrierendes Angebot nicht, so dürfen die Sonderregeln betreffend konkurrierende Angebote nicht zur Anwendung gelangen
 - 4.4. Die Nichtanwendung der besonderen Regeln betreffend konkurrierende Angebote führt zu einem Koordinationsbedarf
 - 4.4.1. Die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger als Ziel des Übernahmerechts
 - 4.4.2. Interpretation der Erwägungen der Übernahmekommission hinsichtlich der Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger
 - 4.4.3. Das Dilemma der Angebotsempfänger
 - 4.4.4. Die Lösung des Dilemmas im Fall des HarbourVest-Angebots bzw. ACP-Teilangebots
 - 4.4.5. Die Lösung des Dilemmas: Allgemeine Koordinationsregeln
 - 4.4.6. Vergleich zur Koordination durch die besonderen Regeln betreffend konkurrierende Angebote

SEVERIN ROELLI, lic. iur., Rechtsanwalt, LL.M., Partner Pestalozzi Rechtsanwälte AG, Zürich.

CHRISTIAN LEUENBERGER, Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M., Pestalozzi Rechtsanwälte AG, Zürich.

Die beiden Autoren haben im vorliegend diskutierten übernahmerechtlichen Verfahren die Interessen von HarbourVest Partners vertreten.

1. Einleitung

1.1. Die Übernahme der Absolute Private Equity AG durch HarbourVest Partners

HarbourVest Partners, LLC (zusammen mit den von ihr geleiteten und kontrollierten Rechtseinheiten «*HarbourVest*»), veröffentlichte am 7. Juni 2011 den Angebotsprospekt für ein freundliches öffentliches Kaufangebot i.S.v. Art. 22 ff. des Börsengesetzes («*BEHG*») für alle sich im Publikum befindenden Aktien der Absolute Private Equity AG («*Absolute*»). Der Angebotspreis betrug zunächst 17.25 USD pro Absolute-Aktie und wurde später auf 18.50 USD erhöht. Das HarbourVest-Angebot war unter anderem an die Bedingung geknüpft, dass mindestens 50.01 % aller Absolute-Aktien angedient werden.

Am 20. Juli 2011, kurz vor dem Ende der Angebotsfrist des HarbourVest-Angebots, veröffentlichte die ACP Acquisition GmbH («*ACP*»), eine letztlich von David Abrams geleitete und kontrollierte Gesellschaft, die Voranmeldung für ein öffentliches Kaufangebot für 20 % aller ausgegebenen Absolute-Aktien («*ACP-Teilangebot*»). Der Angebotspreis betrug 18.60 USD pro Absolute-Aktie und das Angebot war unter anderem an die Bedingung geknüpft, dass mindestens 10 % aller Absolute-Aktien angedient werden¹.

1.2. Die Qualifikation des ACP-Teilangebots als nicht konkurrierendes Angebot

In dieser Situation hatte die Übernahmekommission zu entscheiden, ob das ACP-Teilangebot als *konkurrierendes Angebot* i.S.v. Art. 30 BEHG i.V.m. Art. 48 ff. Übernahmeverordnung («*UEV*») zu qualifizieren ist und mithin die besonderen Rechtswirkungen eines konkurrierenden Angebots auszulösen vermag. Dabei konnte sich die Übernahmekommission nicht auf eine bestehende Praxis berufen, weil sich eine solche Frage bisher noch nicht gestellt hatte.

Die Übernahmekommission entschied in ihrer Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011 («*Verfügung 477/04*»), dass das ACP-Teilangebot kein konkurrierendes Angebot ist, und der Beginn der Angebotsfrist des ACP-Teilangebots wurde auf den ersten Börsentag nach der Publikation des definitiven Zwischen-

resultats des HarbourVest-Angebots festgelegt². Nachdem HarbourVest im Rahmen des provisorischen Zwischenresultats eine Erfolgs- und Beteiligungsquote von 90.425 % bekanntgegeben hatte, wurde das ACP-Teilangebot allerdings zurückgezogen³. Das HarbourVest-Angebot wurde am 13. September 2011 vollzogen, nachdem insgesamt 98.68 % der Absolute-Aktien angedient worden waren.

1.3. Untersuchungsgegenstand und Ergebnisse des Beitrags

Aufgrund der relativ knappen Erwägungen in der Verfügung 477/04 ist nicht klar, ob bzw. inwiefern die Qualifikation des ACP-Teilangebots als nicht konkurrierendes Angebot für Teilangebote *im Allgemeinen* massgeblich ist⁴. Aus grundlegenden Gedanken zur Auktion, ergänzt um die grundlegende Wertung des schweizerischen Übernahmerechts, ausschliesslich Auktionen hinsichtlich der Unternehmenskontrolle ermöglichen zu wollen, ergibt sich unseres Erachtens der Schluss, dass ein Teilangebot mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel eines effizienten Unternehmenskontrollmarkts grundsätzlich nie als vorhergehendes oder konkurrierendes Angebot qualifiziert werden kann (vgl. Ziff. 4.3)⁵.

² Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011.

³ Dem Rückzug ging Folgendes voraus: Nachdem HarbourVest nach Ablauf der Angebotsfrist das provisorische Zwischenresultat publiziert hatte, wonach 90.425 % der Absolute-Aktien HarbourVest angedient worden waren (diese Erfolgsquote entsprach zugleich der Beteiligungsquote), beantragte ACP der Übernahmekommission am 12. August 2011, es sei festzustellen, dass ACP das ACP-Teilangebot vor Beginn seiner Angebotsfrist zurückziehen könne, eventualiter unter dem Vorbehalt, dass das HarbourVest-Angebot vollzogen werde. Die Begründung war im Wesentlichen, dass die Bedingung, wonach mindestens 10 % aller Absolute-Aktien angedient werden müssten, wegen der hohen Andienungsquote in das HarbourVest Angebot nicht mehr erfüllt werden könne – zumal ACP nicht auf diese 10 %-Bedingung verzichten werde. HarbourVest und Absolute unterstützten den Antrag von ACP, verlangten jedoch, dass der Rückzug nur unter der Bedingung des Vollzugs des HarbourVest-Angebots zu erlauben sei. Die Übernahmekommission gestattete den Rückzug in Anwendung von Art. 4 Abs. 1 UEV und entschied in ihrer Verfügung 477/05 vom 15. August 2011, dass die Karenzfrist für das ACP-Teilangebot bis zum 20. September 2011 verlängert werde und ACP das ACP-Teilangebot bis zu diesem Zeitpunkt zurückziehen könne, falls das HarbourVest-Angebot dann vollzogen worden sei. Entsprechend konnte ACP das ACP-Teilangebot nach Vollzug des HarbourVest-Angebots am 16. September 2011 zurückziehen.

⁴ Vgl. dazu auch PASCAL BOVEY/HENRY PETER, Swiss Takeover Board: new and evolving issues, in: SZW 2011, 596 ff., 601.

⁵ Vorweg ist die Verwendung der Begriffe *Teilangebot* und *Vollangebot* in diesem Beitrag zu erläutern. Als Teilangebot wird ein Angebot bezeichnet, das sich nur auf einen Teil der Beteiligungs-

¹ Alle Dokumente, die im Zusammenhang mit der Übernahme von Absolute veröffentlicht wurden, sind auf der Website der Übernahmekommission (www.takeover.ch) verfügbar. Wenn im vorliegenden Beitrag auf «*Verfügungen*» und «*Empfehlungen*» verwiesen wird, so sind damit stets Anordnungen der Übernahmekommission gemeint, ausser dies wird explizit anders vermerkt.

Weil Teilangebote nicht als konkurrierende Angebote qualifiziert werden können, ergibt sich bei der Überschneidung mit Vollangeboten, mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre, ein besonderer Koordinationsbedarf. Unseres Erachtens wäre es diesbezüglich angebracht, dass die Angebotsempfänger in jedem Fall (d.h. unabhängig von der zeitlichen Abfolge der Angebote) in Kenntnis des Zustandekommens bzw. Nicht-Zustandekommens des Vollangebots über die Andienung in das Teilangebot entscheiden können. Allgemeingültige Koordinationsregeln für sich überschneidende Voll- und Teilangebote müssten dies entsprechend vorsehen (vgl. Ziff. 4.4).

Unklar bleibt im Entscheid der Übernahmekommission die Bedeutung des Widerrufsrechts, welches HarbourVest freiwillig jenen Aktionären gewährt hatte, die ihre Aktien bereits in das HarbourVest-Angebot angedient hatten⁶. In diesem Beitrag wird erläutert, weshalb ein solches Widerrufsrecht mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger essentiell ist. Insofern ist auch das Widerrufsrecht Teil der von den Autoren vorgeschlagene-

papiere der Zielgesellschaft bezieht, und als Vollangebot wird ein Angebot bezeichnet, das sich auf alle Beteiligungspapiere bezieht (vgl. RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Basler Kommentar zum Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. A., Basel 2011, Art. 22 N 3). Wegen der Regeln betreffend Pflichtangebote und gemischte freiwillige Angebote können Teilangebote grundsätzlich nicht den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezwecken; Teilangebote sind auf max. 33 $\frac{1}{3}$ % bzw. im Zusammenhang mit Angeboten für Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die in ihren Statuten ein *Opting-up* vorsehen, auf max. 49% beschränkt. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz besteht im Zusammenhang mit Angeboten für Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die in ihren Statuten ein *Opting-out* vorsehen (zum *Opting-up* und *Opting-out* vgl. JAKOB HÖHN/CHRISTOPH LANG/SEVERIN ROELLI, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, Kap. L, N 35 ff.). Diesfalls kann sich ein Teilangebot auf mehr als 50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft beziehen und entsprechend ist ein Teilangebot möglich, das den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezweckt. Aus Gründen der Leserlichkeit wird darauf verzichtet, bei jeder Verwendung des Begriffs Teilangebot zu spezifizieren, dass es sich dabei aber nur um ein Teilangebot handelt, welches nicht den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezweckt, oder den Text durch die Verwendung verwirrender Begriffe (wie z.B. «Teil-, aber nicht Kontrollangebot», «Teil-Kontroll-Angebot» und «Vollangebot einschliesslich Teil-Kontroll-Angebot») zu belasten. Unter dem Begriff Teilangebot werden vorliegend daher schlicht jene Teilangebote verstanden, die nicht den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezwecken, ausser dies wird explizit anders vermerkt. Teilangebote, die den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezwecken, werden dagegen unter den Begriff des Vollangebots subsumiert. Zu den Begriffen des Voll- und Teilangebots vgl. auch Ziff. 2.1 hinten.

⁶ Vgl. dazu ausführlich Ziff. 4.4.4 hinten.

nen allgemeingültigen Koordinationsregeln für sich überschneidende Voll- und Teilangebote.

2. Begriffliches

2.1. Vollangebot und Teilangebot

Im Recht der öffentlichen Kaufangebote i.S.v. Art. 22 ff. BEHG («Übernahmerecht») werden verschiedene Arten von Angeboten unterschieden. Nachfolgend werden die einzelnen Arten, deren Definitionen sich teilweise überschneiden, kurz dargestellt.

Als Vollangebot wird ein Angebot bezeichnet, das sich auf alle Beteiligungspapiere bezieht. Als Teilangebot wird dagegen ein Angebot bezeichnet, das sich nur auf einen Teil der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezieht⁷.

Wie auch das ACP-Teilangebot belegt, sind Teilangebote im schweizerischen Übernahmerecht zulässig, allerdings sind sie selten⁸. Der Anbieter kann das Teilangebot nicht dazu nutzen, um einen zeitlichen Druck zu erzeugen, namentlich indem er die Annahmeerklärungen nach dem Zeitpunkt ihrer Abgabe – also nach dem Prinzip «first come, first served» – berücksichtigt, und die Aktionäre dadurch zu unbedachten Handlungen verleiten⁹. Sofern nämlich mehr Beteiligungspapiere angedient werden, als der Anbieter in das Teilangebot aufnehmen kann, muss er die Annahmeerklärungen gemäss Art. 9 Abs. 5 UEV anteilmässig berücksichtigen.

2.2. Pflichtangebot, gemischtes freiwilliges Angebot und reines freiwilliges Angebot

2.2.1. Pflichtangebot

Als Pflichtangebot wird jenes Angebot bezeichnet, zu dessen Unterbreitung der Anbieter verpflichtet ist, weil er

⁷ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 5), Art. 22 N 3. Vgl. zur Verwendung der Begriffe Vollangebot und Teilangebot im vorliegenden Beitrag insbesondere auch FN 5.

⁸ Implizit ergibt sich die Zulässigkeit aus Art. 9 Abs. 5 UEV. Als weiteres Beispiel für ein Teilangebot vgl. das Angebot der Hansa Aktiengesellschaft für einen Teil der Aktien der ENR Eastern Natural Resources SA aus dem Jahr 2001 (Empfehlung i.S. ENR Eastern Natural Resources SA vom 11. Oktober 2001). Vgl. zu den Teilangeboten auch RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2010, N 106; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 250; DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Zürich/Basel/Genf 2011, Art. 9 N 69; HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. F, N 476.

⁹ SCHENKER (FN 8), 250.

direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungsrechte erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet. Durch ein *Opting-up* in ihren Statuten kann die Zielgesellschaft den Grenzwert bis auf 49% der Stimmrechte anheben¹⁰.

Ein Pflichtangebot muss stets als Vollangebot ausgestaltet sein¹¹. Auch muss das Pflichtangebot zu einem Mindestpreis erfolgen. Dieser (i) muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen¹² und (ii) darf höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat¹³. Zudem darf das Pflichtangebot ausser aus wichtigen Gründen nicht an Bedingungen geknüpft werden¹⁴. Reine Tauschangebote – d.h. Angebote,

in denen der Angebotspreis ausschliesslich in Effekten geleistet wird – sind nicht möglich, wenn es sich um ein Pflichtangebot handelt; der Anbieter ist diesfalls verpflichtet, alternativ eine Barzahlung anzubieten¹⁵.

Angebote, die nicht Pflichtangebote darstellen, sind freiwillige Angebote. Innerhalb der freiwilligen Angebote haben TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM die zweckmässige Unterscheidung zwischen *gemischten freiwilligen Angeboten* und *reinen freiwilligen Angeboten* eingeführt¹⁶.

2.2.2. Gemischtes freiwilliges Angebot

Überschreitet der Anbieter mit den von ihm gehaltenen Beteiligungsrechten die Grenzwerte nicht, die ihn zur Unterbreitung eines Pflichtangebots verpflichten, umfasst aber sein Angebot Beteiligungspapiere, deren Erwerb, zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, diese Grenzwerte überschreiten würde, so muss sein Angebot als Vollangebot ausgestaltet sein und dem Mindestpreis für Pflichtangebote entsprechen¹⁷. Im Unterschied zum Pflichtangebot darf ein gemischtes freiwilliges Angebot allerdings an weitere Bedingungen geknüpft sein¹⁸ und als reines Tauschangebot ausgestaltet werden¹⁹.

2.2.3. Reines freiwilliges Angebot

Als reines freiwilliges Angebot – oder auch vereinfachend nur *freiwilliges Angebot* genannt – gilt jenes Angebot, welches weder ein Pflichtangebot noch ein gemischtes freiwilliges Angebot ist. Dabei handelt es sich entweder um (i) Teilangebote auf max. $33\frac{1}{3}\%$, (ii) Teilangebote auf max. 49% der Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die in ihren Statuten ein *Opting-up* vorsehen, und (iii) Voll- oder Teilangebote für Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die in ihren Statuten ein *Opting-out* vorsehen.

Das reine freiwillige Angebot muss nicht als Vollangebot ausgestaltet sein. Auch muss es nicht zum Mindest-

¹⁰ Art. 32 Abs. 1 BEHG. Vgl. zum Pflichtangebot im Allgemeinen HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. L, N 1 ff.

¹¹ Art. 32 Abs. 1 BEHG und Art. 33 Börsenverordnung-FINMA («BEHV-FINMA»). Zum Begriff des Vollangebots vgl. Ziff. 2.1 vorne.

¹² Art. 32 Abs. 4 BEHG und Art. 40 Abs. 1 BEHV-FINMA. Gemäss Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA entspricht der Börsenkurs dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots beziehungsweise der Voranmeldung (60-Tage-VWAP) – vorausgesetzt, die kotierten Beteiligungspapiere sind liquid. Andernfalls ist gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen. Das UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010 betreffend die Liquidität im Sinn des Übernahmerechts legt fest, wann kotierte Beteiligungspapiere als liquid gelten. Zur Frage der Liquidität bzw. der Festlegung des Mindestpreises vgl. auch die Verfügung 0403/02 i.S. Harwanne Compagnie de participations industrielle et financière SA vom 16. März 2009, die Verfügung der FINMA vom 6. April 2009 und die Zwischenverfügung des Bundesverwaltungsgerichts vom 11. Mai 2009 (B-2414/2009), in welcher die Anwendung der Regeln des UEK-Rundschreibens Nr. 2 relativiert werden.

¹³ Art. 32 Abs. 4 BEHG. Die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes vom 31. August 2011 sieht eine Änderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG (Mindestpreisregeln) vor. Demnach muss der Angebotspreis mindestens dem Börsenkurs und dem höchsten Preis entsprechen, den die Anbieterin in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat (Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes [Börsendelikte und Marktmissbrauch] vom 31. August 2011, Ziff. 1.3.2.3.1, BB1 2011 6890). Auf Empfehlung seiner Rechtskommission hat der Ständerat als Erstrat der Vorlage am 20. Dezember 2011 einstimmig und ohne Abstriche zugestimmt (vgl. NZZ vom 21. Dezember 2011, S. 12).

¹⁴ Art. 36 Abs. 1 BEHV-FINMA. Wichtige Gründe liegen gemäss BEHV-FINMA insbesondere vor, (i) wenn für den Erwerb eine behördliche Bewilligung erforderlich ist, (ii) die zu erwerbenden Beteiligungspapiere keine Stimmrechte verschaffen, oder (iii) der Anbieter will, dass die konkret bezeichnete wirtschaftliche Substanz der Zielgesellschaft nicht verändert wird (Art. 36 Abs. 2 BEHV-FINMA). Die Übernahmekommission erachtet zudem Vorausset-

zungen, welche die Grundlage der gesamten Transaktion betreffen, ebenfalls als wichtige Gründe i.S.v. Art. 36 Abs. 1 BEHV-FINMA (Verfügung 0406/01 i.S. Hammer Retex Holding AG vom 17. März 2009). Vgl. auch HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. L, N 168 f.

¹⁵ Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA. Zum Tauschangebot im Allgemeinen vgl. auch HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. L, N 171 ff.

¹⁶ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 8), N 106 ff. (wie bereits in der Vorauflage).

¹⁷ Art. 9 Abs. 6 UEV.

¹⁸ Empfehlung i.S. Danzas Holding AG vom 15. Januar 1999, E. 2; Art. 13 Abs. 1 UEV. Zu den Bedingungen im Allgemeinen vgl. HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. F, N 275 ff.

¹⁹ Vgl. dazu auch das Rundschreiben Nr. 4 betreffend freiwillige öffentliche Umtauschangebote vom 9. Februar 2009.

preis erfolgen²⁰. Jedoch sind, wie bei allen Angeboten, die Einschränkungen der *Best Price Rule* zu beachten²¹. Zudem kann das Angebot an Bedingungen geknüpft werden und als reines Tauschangebot ausgestaltet sein²².

2.3. Vorhergehendes und konkurrierendes Angebot (konkurrierende Angebote)

Werden mehrere Kaufangebote veröffentlicht, so wird gemäss der Legaldefinition in Art. 48 Abs. 2 UEV das letzte Angebot als *das konkurrierende Angebot* und das frühere Angebot als *das vorhergehende Angebot* bezeichnet²³. Dabei wird der Begriff des konkurrierenden Angebots nicht nur für ein nachgehendes Angebot verwendet, sondern auch für ein ursprünglich vorhergehendes Angebot, welches (z.B. nach Lancierung des Konkurrenzangebots) geändert wird²⁴. Wird nach der Veröffentlichung eines konkurrierenden Angebots ein weiteres konkurrierendes Angebot veröffentlicht, so gelten sowohl das ursprünglich vorhergehende als auch das ursprünglich konkurrierende Angebot als *vorhergehende Angebote* zum später veröffentlichten konkurrierenden Angebot²⁵. Im Resultat bedeutet dies, dass bei mehreren Angeboten immer nur das zuletzt veröffentlichte oder geänderte Angebot als *das konkurrierende Angebot* bezeichnet wird; der Plural *konkurrierende Angebote* bezeichnet die Gesamtheit aller Angebote.

2.3.1. Anforderungen an Frist und Form

Die genannte Legaldefinition ist insofern unvollständig, als die UEV an anderer Stelle zusätzliche Anforderungen an Frist und Form stellt²⁶. So gilt nur jenes nachfolgende Angebot als konkurrierend, welches bis spätestens am letzten Tag der Angebotsfrist des vorhergehenden Angebots mit der Voranmeldung oder dem Angebotsprospekt veröffentlicht wird²⁷. Kommt es zu einem konkurrierenden Angebot durch die Änderung eines vorhergehenden Angebots, so muss diese Änderung spätestens am fünften Börsentag vor Ablauf der Angebotsfrist dieses vorhergehenden Angebots veröffentlicht werden²⁸. Nach herrschender Lehre ist ein erst nach Ablauf dieser Frist veröffentlichtes Angebot für die Beteiligungspapiere der entsprechenden Zielgesellschaft zulässig, allerdings untersteht dieses dann nur den allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote und kann die besonderen Rechtswirkungen eines konkurrierenden Angebots nicht entfalten²⁹.

2.3.2. Inhaltliche Anforderungen

Wie in Ziff. 4.3.5 hinten noch detailliert aufzuzeigen sein wird, ist die Legaldefinition des konkurrierenden Angebots – und auch des vorhergehenden Angebots – zudem um eine inhaltliche Anforderung zu ergänzen: Ein Teilangebot, welches nicht die Kontrolle über die Zielgesellschaft bezweckt, kommt diesbezüglich nicht in Frage.

3. Die Sonderregeln für konkurrierende Angebote

Erfüllt ein öffentliches Kaufangebot die Anforderungen an ein konkurrierendes Angebot i.S.v. Art. 30 BEHG i.V.m. Art. 48 ff. UEV, so gelten zwar grundsätzlich die allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote, doch gelangen hinsichtlich entscheidender Punkte Sonderregeln zur Anwendung³⁰.

²⁰ Verfügung 0418/01 i.S. BB Medtech vom 7. Juli 2009, E. 3; Empfehlung 0387/01 i.S. Golay-Buchel vom 17. Oktober 2008, E. 3; Empfehlung 0371/02 i.S. Growth Value Opportunities SA vom 13. Juni 2008, E. 3.

²¹ Art. 10 UEV. Erwirbt der Anbieter von der Veröffentlichung des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis, so muss er gemäss der *Best Price Rule* diesen Preis allen Angebotsempfängern anbieten bzw. bezahlen (Art. 10 Abs. 1 UEV). Vgl. zur *Best Price Rule* im Allgemeinen HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. F, N 526 ff.

²² TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 8), N 106.

²³ Art. 30 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 48 Abs. 1 UEV. Zu den typischen Szenarien, in welchen ein Konkurrenzangebot lanciert wird, vgl. HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. L, N 256 ff.

²⁴ Dadurch, dass das (ursprünglich) vorhergehende Angebot durch die spätere Angebotsänderung zum konkurrierenden Angebot wird, kommt den Aktionären der Zielgesellschaft, welche ihre Aktien bereits in das Konkurrenzangebot angedient haben, das Widerrufsrecht gemäss Art. 51 Abs. 2 UEV zu (gl.M. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM [FN 8], N 764; a.A. EVA BILEK, *Konkurrierende Angebote*, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2011, 5 f. und 111, die im Ergebnis freilich zum gleichen Resultat kommt).

²⁵ GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 48 N 11.

²⁶ Vgl. hinsichtlich der zeitlichen Beschränkung auch HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. L, N 270.

²⁷ Art. 50 Abs. 1 UEV. Eine blosser Absichtserklärung erfüllt die Formerfordernisse mithin grundsätzlich nicht.

²⁸ Art. 52 Abs. 1 UEV. Zu beachten ist, dass der letzte Tag der Angebotsfrist dabei nicht mitzuzählen ist, weshalb die Angebotsänderung spätestens am sechstletzten Tag der Angebotsfrist zu veröffentlichen ist (GERICKE/WIEDMER [FN 8], Art. 52 N 5).

²⁹ SCHENKER (FN 8), 427; BILEK (FN 24), 93; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 8), N 765.

³⁰ Art. 48 Abs. 2 UEV.

3.1. Auswirkungen auf den zeitlichen Ablauf

Hinsichtlich der Rechtswirkungen, die an die Qualifikation als konkurrierendes Angebot geknüpft sind, ist zunächst auf den tendenziell verkürzten zeitlichen Ablauf hinzuweisen. So muss der Angebotsprospekt eines konkurrierenden Angebots innerhalb von fünf Börsentagen (anstatt von sechs Wochen) nach der Voranmeldung publiziert werden³¹. Die minimale Angebotsfrist für ein konkurrierendes Angebot beträgt nur zehn Börsentage (anstatt zwanzig Börsentage), wobei sie aber immer auch gleich lange dauert wie die Angebotsfrist des vorhergehenden Angebots³². Läuft das konkurrierende Angebot nach dem vorhergehenden Angebot ab, so wird die Angebotsfrist des vorhergehenden Angebots bis zum Ablauf der Angebotsfrist des konkurrierenden Angebots verlängert – umgekehrt gilt dies auch, wenn die Angebotsfrist für das vorhergehende Angebot nach derjenigen für das konkurrierende Angebot abläuft³³. Gemäss Praxis der Übernahmekommission findet die zeitliche Abstimmung des konkurrierenden und des vorhergehenden Angebots bzw. der vorhergehenden Angebote nicht nur mit Blick auf die Verlängerung der Angebotsfrist statt, sondern kann sich auch auf die Verlängerung der vorgängigen Karenzfrist³⁴ oder die Verlängerung der Frist zur Veröffentlichung des Angebotsprospekts³⁵ beziehen.

Sowohl das vorhergehende als auch das konkurrierende Angebot können, wie vorne dargelegt, bis spätestens am fünften Börsentag vor Ablauf der Angebotsfrist geändert werden³⁶. Dabei gilt es aber, eine – mit Blick auf den zeitlichen Ablauf wesentliche – Ausnahme zu berücksichtigen: Eine Verlängerung der Angebotsfrist ist in jedem Fall nur mit vorgängiger Zustimmung der Übernahmekommission möglich³⁷.

Die Anzahl der Konkurrenzangebote ist nicht beschränkt, weshalb sich der Auktionsprozess – zumindest

theoretisch – unendlich in die Länge ziehen könnte³⁸. Akzentuiert wird die Problematik dadurch, dass keine «Mindest-Erhöhungsschritte» für neue konkurrierende Angebote bestehen bzw. nach der Auffassung der Übernahmekommission sogar konkurrierende Angebote mit tieferem Angebotspreis zulässig sind³⁹. Der Verordnungsgeber erkannte diese Problematik⁴⁰ und verlieh der Übernahmekommission die Kompetenz, insbesondere die Maximaldauer der verschiedenen Angebote festsetzen und die Fristen für Angebotsänderungen verkürzen zu können⁴¹.

3.2. Mindestpreis des konkurrierenden Angebots

Im Zusammenhang mit Pflichtangeboten und gemischten freiwilligen Angeboten gelangen, wie unter Ziff. 2.2.1 dargestellt, die Mindestpreisregeln zur Anwendung. Dabei berechnet sich der Mindestpreis grundsätzlich zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts bzw. der Voranmeldung⁴². Mit Blick auf Konkurrenzangebote enthält das Gesetz allerdings eine Abweichung von diesem Grundsatz: Massgeblich für die Ermittlung des Mindestpreises ist der Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts bzw. der Voranmeldung des vorher-

³⁸ Vgl. GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 48 N 24, m.w.H.; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 8), N 770.

³⁹ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.4, N 11.

⁴⁰ Art. 48 Abs. 5 Satz 1 UEV («Die Gesamtdauer darf sich nicht übermässig hinausziehen»).

⁴¹ Art. 48 Abs. 5 UEV. Die Übernahmekommission hat aus dieser Kompetenz auch das Recht abgeleitet, eine Frist für allfällige weitere konkurrierende Angebote festzusetzen (Empfehlung i.S. Centerpulse AG/InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, E. 3.2 und Empfehlung i.S. Leica Geosystems Holding AG vom 24. August 2005, E. 8.3). Die Übernahmekommission setzt eine solche Frist allerdings nicht in jedem Fall an. Im Übernahmekampf um die Bank Linth verwies sie schlicht auf die gesetzliche Regelung hinsichtlich des letztmöglichen Zeitpunkts für die Lancierung eines Angebotes eines Drittanbieters (Empfehlung i.S. Bank Linth vom 4. Januar 2007, E. 3.3). Allgemein muss die Übernahmekommission bei Ausübung dieser Kompetenz darauf achten, einen Kompromiss zwischen dem Interesse der Zielgesellschaft an einem möglichst raschen Übernahmeverfahren und dem Interesse der Angebotsempfänger an einem möglichst hohen Übernahmeangebot, dessen Ausarbeitung durchaus eine gewisse Zeit beanspruchen kann, zu finden (TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM [FN 8], N 770 f., m.w.H.). Dabei ist allerdings zu fordern, dass die Interessen der Zielgesellschaft an einer Kürzung des Verfahrens eindeutig feststehen müssen und gegenüber den Interessen der Angebotsempfänger und der Anbieterin klar überwiegen müssen (HÖHN/LANG/ROELLI [FN 5], Kap. L, N 275).

⁴² Art. 40 Abs. 2 und Art. 41 Abs. 1 BEHV-FINMA; Art. 7 Abs. 1 UEV.

³¹ Art. 50 Abs. 2 UEV (anstatt Art. 7 Abs. 1 UEV). Die Übernahmekommission kann die fünfjährige Frist «aus wichtigen Gründen» verlängern (Art. 50 Abs. 2 zweiter Satz UEV).

³² Art. 50 Abs. 3 UEV.

³³ Art. 51 Abs. 1 UEV.

³⁴ Art. 14 Abs. 1 und 2 UEV; Empfehlung i.S. SIG Holding AG vom 29. Dezember 2006, E. 2.2.

³⁵ Art. 7 Abs. 1 UEV und Art. 50 Abs. 2 UEV; Empfehlung i.S. sia Abrasives Holding AG vom 3. Oktober 2008, E. 2, N 7.

³⁶ Art. 51 Abs. 1 UEV.

³⁷ Art. 52 Abs. 3 Satz 2 UEV. Dies gilt selbst bzw. insbesondere im Fall, in welchem die Angebotsfrist trotz Verlängerung die Maximaldauer (d.h. 40 Tage im Fall eines vorhergehenden Angebots und 20 Tage im Fall des konkurrierenden Angebots) nicht erreicht (Empfehlung i.S. SIG Holding AG vom 29. Januar 2007, E. 7.2.). Vgl. dazu auch GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 51 N 16.

gehenden Angebots⁴³. Im Falle mehrerer vorhergehender Angebote ist der Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts bzw. der Voranmeldung des ersten Angebotes massgeblich⁴⁴.

3.3. Gleichbehandlung der konkurrierenden Anbieter

Die Zielgesellschaft hat gegenüber allen konkurrierenden Anbietern den Grundsatz der Gleichbehandlung zu wahren und muss insbesondere allen Anbietern die gleichen Informationen zur Verfügung stellen⁴⁵.

3.4. Widerrufsrecht der Angebotsempfänger

Hinsichtlich der Rechtswirkungen, die an die Qualifikation als konkurrierendes Angebot geknüpft sind, ist schliesslich auf das Recht der Angebotsempfänger hinzuweisen, ihre Annahmeerklärungen für das vorhergehende Angebot zu widerrufen⁴⁶. Entgegen dem vertragsrechtlichen Grundsatz, wonach die Bindungswirkung unter Abwesenden in jenem Zeitpunkt eintritt, in welchem die Annahmeerklärung betreffend ein Angebot zur Absendung abgegeben wird, soll den Angebotsempfängern die Möglichkeit gegeben werden, ihre Beteiligungspapiere in das Konkurrenzangebot andienen zu können⁴⁷. Solange ein Angebotsempfänger seine Andienungserklärung allerdings nicht widerruft, bleibt er u.E. zur Andienung in das vorhergehende Angebot verpflichtet⁴⁸.

Zu beachten ist, dass das Widerrufsrecht unentziehbar und unverzichtbar ist⁴⁹. Denn die in Art. 30 Abs. 1 BEHG

festgeschriebene Wahlfreiheit, welche u.a. über das Widerrufsrecht umgesetzt wird, schützt das öffentliche Interesse an einem unmittelbaren Wettbewerb verschiedener Bieter zugunsten aller Aktionäre der Zielgesellschaft. Dieses öffentliche Interesse schränkt den Raum für Vereinbarungen unter Privaten insofern ein, als damit der unverfälschte Ablauf des Steigerungsverfahrens tangiert wird⁵⁰. Mithin sind z.B. *Hard Irrevocables* unzulässig.

4. Teilangebote können grundsätzlich keine konkurrierenden Angebote sein

4.1. Die Qualifikation des ACP-Teilangebots durch die Übernahmekommission

Ihren Entscheid, dass es sich beim ACP-Teilangebot nicht um ein Konkurrenzangebot zum Angebot von HarbourVest handelt, sondern um ein eigenständiges (*stand-alone*)-Angebot, begründet die Übernahmekommission in der Verfügung 477/04 im Wesentlichen mit zwei Argumenten: Effizienz und Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger. Ihren diesbezüglichen Ausführungen setzt sie eine Übersicht über die Ziele der Bestimmungen betreffend die konkurrierenden Angebote voran, die sich mit Ausführungen zum übernahmerechtlichen Auktionsverfahren vermischt.

4.1.1. Übersicht über die Ziele der besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote und Ausführungen zum übernahmerechtlichen Auktionsverfahren

Der Verfügung 477/04 lässt sich entnehmen, dass die Übernahmekommission davon ausgeht, die Bestimmungen betreffend die konkurrierenden Angebote verfolgten drei Zwecke: Herstellung eines Level Playing Field, Gewährleistung eines effizienten und wertmaximierenden Steigerungsverfahrens und Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre⁵¹.

Zu den Auktionen hält die Übernahmekommission fest, dass konkurrierende Angebote bzw. öffentliche Angebote Auktionen auf dem Unternehmenskontrollmarkt seien, wobei um die Kontrolle über ein Unternehmen gefeilscht werde. Vermutungsweise obsiege derjenige unter

⁴³ Art. 48 Abs. 3 UEV. Zu Sinn und Zweck dieser Bestimmung vgl. HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. L, N 255.

⁴⁴ HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. L, N 249 und 255.

⁴⁵ Art. 49 Abs. 1 UEV. Dies bedeutet primär, dass jeder konkurrierende Anbieter Anspruch auf Durchführung einer Due Diligence Review gleichen Umfangs und gleicher Qualität hat, sobald einem anderen konkurrierenden Anbieter eine solche gewährt wurde (ausführlich BILEK [FN 24], 121 ff.). Für die sich in diesem Zusammenhang stellenden Fragen vgl. HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. E, N 49, m.w.H. auf BGE 133 II 232.

⁴⁶ Art. 51 Abs. 2 UEV.

⁴⁷ Vgl. dazu auch die Empfehlung i.S. InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, E. 5.4.2; STEPHAN WERLEN, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. Zürich, Zürich 2001, 206 f.

⁴⁸ Mithin ist u.E. die Meinung von WERLEN (FN 47) abzulehnen, sofern diese dahingehend interpretiert wird, dass die Annahmeerklärung des Angebotsempfängers bei Veröffentlichung eines konkurrierenden Angebots ex lege dahinfalle (STEPHAN WERLEN [FN 47], 207). Vgl. dazu auch GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 51 N 12.

⁴⁹ Empfehlung i.S. InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, E. 5.4.3 und 5.5 bestätigt in Verfügung der EBK i.S. inCentive Capital AG

vom 23. Juli 2003. Vgl. auch GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 51 N 13.

⁵⁰ Empfehlung i.S. InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, E. 5.4.3.

⁵¹ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 6.

den konkurrierenden Anbietern, der den höchsten Angebotspreis offeriere, weil er die Ressourcen der Zielgesellschaft am effektivsten einsetzen könne und wolle. Dem fügt die Übernahmekommission hinzu, dass Gegenstand der Auktion im Übernahmerecht die Kontrolle über die Zielgesellschaft sei⁵².

4.1.2. Argument der Effizienz

Mit Blick auf die Effizienz hält die Übernahmekommission im Wesentlichen Folgendes fest: Aufgrund der Ausgestaltung des HarbourVest-Angebots als Vollangebot bzw. des ACP-Teilangebots als 20%-Teilangebot stehe fest, dass die beiden Angebote unterschiedliche Zwecke verfolgten: HarbourVest strebe die Unternehmenskontrolle an und ACP eine Minderheitsbeteiligung. ACP sei daher keine direkte Konkurrentin zu HarbourVest. Im vorliegenden Fall sei es nämlich durchaus möglich, dass beide Angebote zustande kämen. Das HarbourVest-Angebot stehe unter einer Mindestandienungs-Bedingung von 50.01%, das ACP-Teilangebot unter einer Mindestandienungs-Bedingung von 10%. Bei der unterschiedlichen Zweckverfolgung könne kein effizientes und wertmaximierendes Auktionsverfahren zwischen den Anbieterinnen bestehen⁵³.

4.1.3. Argument der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit

Hinsichtlich der Entscheidungsfreiheit hält die Übernahmekommission im Wesentlichen fest, dass sich die Angebotsempfänger bei der Anwendung der besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote in einem Dilemma befänden, in welchem sie nicht mehr frei wählen könnten⁵⁴.

4.1.4. Fazit

Aufgrund der voranstehenden Begründung gelangt die Übernahmekommission ohne weitere Umschweife zum Schluss, dass es sich beim ACP-Teilangebot um kein Konkurrenzangebot zum HarbourVest-Angebot handle, sondern dass es als eigenständiges (*stand-alone*)-Angebot anzusehen sei und den allgemeinen Bestimmungen des Übernahmerechts unterstehe.

4.2. Kritik am Entscheid

Obwohl die Übernahmekommission unseres Erachtens zum richtigen Ergebnis gelangt und das ACP-Teilangebot als nicht konkurrierend qualifiziert, kann ihrer Argumentation nicht gefolgt werden. Die Beantwortung der Frage, ob ein Teilangebot als konkurrierend oder *stand-alone* zu qualifizieren sei, kann sich nicht an den Zielen der Regeln betreffend die konkurrierenden Angebote orientieren. Die Frage ist, wie nachfolgend detailliert dargelegt wird, mit Blick auf die *Ziele des Übernahmerechts im Allgemeinen* zu beantworten.

Während sich diese, unseres Erachtens unrichtige, Ausrichtung der Interpretation der Übernahmekommission hinsichtlich des Ziels der Entscheidungsfreiheit nicht negativ auswirkt (weil das Übernahmerecht gleich wie die Bestimmungen betreffend die konkurrierenden Angebote das Ziel verfolgt, die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger sicherzustellen), führt sie hinsichtlich des Ziels der Effizienz in eine Sackgasse: Die Einsicht der Übernahmekommission, dass wegen der unterschiedlichen Zweckverfolgung das Ziel eines effizienten und wertmaximierenden Auktionsverfahrens zwischen den Anbietern nicht erreicht werden könne, ist in jedem Fall ein wichtiges (und unseres Erachtens richtiges) Zwischenergebnis. Jedoch kann daraus noch nicht der Schluss gezogen werden, dass ein Teilangebot als *stand-alone* qualifiziert werden soll (oder gar muss). Dieser Schluss kann erst dann gezogen werden, wenn dargelegt ist, dass die Qualifikation als *stand-alone*-Angebot effizienter ist als die Qualifikation als konkurrierendes Angebot. Diese Frage lässt sich aber nur mit Blick auf das Ziel des Übernahmerechts im Allgemeinen beantworten, einen effizienten Unternehmenskontrollmarkt sicherzustellen⁵⁵.

Unter Ziff. 4.3 wird dargelegt, weshalb unseres Erachtens ein Teilangebot mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel der Sicherstellung eines effizienten Unternehmenskontrollmarkts tatsächlich als *stand-alone* zu qualifizieren ist. Aus der Qualifikation als *stand-alone*-Angebot ergibt sich wegen der zwingenden Überschneidung mit einem oder mehreren Vollangeboten, mit Blick auf das zweite übernahmerechtliche Ziel der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger, ein besonderer Koordinationsbedarf. Unter Ziff. 4.4 wird

⁵² Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 6.

⁵³ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 7.

⁵⁴ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 8. Vgl. dazu ausführlich Ziff. 4.4.3 hinten.

⁵⁵ Mit anderen Worten ist klar zu unterscheiden zwischen dem Ziel der Regeln betreffend konkurrierende Angebote, ein *effizientes und wertmaximierendes Auktionsverfahren sicherzustellen*, und dem Ziel des (allgemeinen) Übernahmerechts, einen *effizienten Unternehmenskontrollmarkt sicherzustellen*. Ein effizientes Auktionsverfahren ist eines von vielen Mitteln, um das Ziel des effizienten Unternehmenskontrollmarkts zu erreichen.

daher – gestützt auf die Argumente der Übernahmekommission zur Entscheidungsfreiheit – versucht, allgemeingültige Koordinationsregeln zu definieren.

4.3. Das übernahmerechtliche Ziel eines effizienten Unternehmenskontrollmarkts verbietet die Anwendung der besonderen Regeln über konkurrierende Angebote

4.3.1. Die Effizienz des Unternehmenskontrollmarkts als Ziel des Übernahmerechts

Art. 1 UEV nennt als Verordnungszweck die Sicherstellung von Lauterkeit und Transparenz von öffentlichen Angeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger. Diese drei funktionalen Zwecke widerspiegeln das prozedurale Verständnis des Übernahmerechts, welches mittels eines formalisierten Verfahrens – neben der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger (vgl. dazu Ziff. 4.4.1 hinten) – einen funktionsfähigen, möglichst effizienten Markt für die Kontrolle über Unternehmen, den sog. Unternehmenskontrollmarkt, gewährleisten will; denn ein effizienter Unternehmenskontrollmarkt ist ein wichtiger Mechanismus zur Bekämpfung von Agenturkosten und zur Optimierung der Ressourcenallokation⁵⁶.

Um das Ziel eines effizienten Unternehmenskontrollmarkts zu erreichen, beinhaltet das Übernahmerecht – als eines von verschiedenen Mitteln – Regeln, die ein Auktionsverfahren ermöglichen sollen. In diesem Zusammenhang wird nachfolgend dargelegt, weshalb Auktionsverfahren im Allgemeinen effizienzsteigernd wirken (vgl. Ziff. 4.3.2), was Gegenstand von Auktionsverfahren im Übernahmerecht ist (vgl. Ziff. 4.3.3) und welche konkreten Auswirkungen ein Auktionsverfahren auf den Unternehmenskontrollmarkt hat (vgl. Ziff. 4.3.4). Darauf folgt die Darstellung der inhaltlichen Anforderungen an konkurrierende Angebote (vgl. Ziff. 4.3.5). Abschliessend wird dargelegt, dass auf Angebote, die diese Anforderungen nicht erfüllen, aus Effizienzgründen die besonderen Regeln betreffend konkurrierende Angebote nicht angewendet werden dürfen (vgl. Ziff. 4.3.6).

4.3.2. Die Funktionsweise von Auktionsverfahren im Allgemeinen

In der Auktionstheorie werden verschiedene Arten von Auktionen unterschieden⁵⁷. Mit den besonderen Regeln betreffend konkurrierende Angebote wird durch das Schweizer Übernahmerecht eine englische Auktion (*Ascending Auction*) ausgelöst. Dabei handelt es sich um den Archetyp der Auktion, und eine für diese Auktionsart in der Literatur anzutreffende Definition lautet wie folgt: «*In the ascending auction, the price is successively raised until only one bidder remains, and that bidder wins the object at the final price*»⁵⁸. Bei dieser Art der Auktion gibt jeder Teilnehmer durch sein Gebot für den Gegenstand private Informationen preis, welche die anderen Teilnehmer in ihre Preisbestimmung bzw. Gebote einfließen lassen. Schliesslich landet der Gegenstand bei jenem Teilnehmer, der ihm den höchsten Wert zumisst, womit (zumindest innerhalb der Teilnehmergruppe) eine optimale Allokation des Gegenstands sichergestellt ist⁵⁹.

Eine grundlegende Voraussetzung für den Eintritt des effizienzsteigernden Effekts bei der englischen Auktion für einen Gegenstand ist, dass die Teilnehmer der Auktion diesen Gegenstand wollen und für diesen Gebote abgeben (d.h. sich jeweils überbieten)⁶⁰. Bieten sie für verschiedene Gegenstände, so kann – auch wenn ein Zusammenhang zwischen den Gegenständen besteht – keine englische Auktion stattfinden⁶¹. Die Frage, ob es sich bei der Unternehmenskontrolle und einer Minderheitsbeteiligung an einem Unternehmen um *einen* Gegenstand im vorne genannten Sinn handelt, ist eine Umformulierung der

⁵⁷ Zu den verschiedenen Arten vgl. PAUL KLEMPERER, *Auction Theory: A Guide to the Literature*, 4 ff. (abgedruckt in PAUL KLEMPERER, *The Economic Theory of Auctions*, Cheltenham 2000, 3 ff. und verfügbar unter: <http://economics.ouls.ox.ac.uk/11924/1/Survey.pdf>, zuletzt besucht am 9. Januar 2012).

⁵⁸ KLEMPERER (FN 57), 4.

⁵⁹ So auch Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 6, m.w.H.

⁶⁰ So auch Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 7.

⁶¹ Man stelle sich z.B. zwei Personen vor, A und B, die im Saal eines Auktionshauses sitzen, wo ein Oldtimer versteigert werden soll. Während A an der Auktion des Wagens teilnehmen will und daher ein erstes Gebot von 5000 abgibt, fallen B die Räder des Wagens auf. Weil ihm diese gut gefallen, gibt er ein Gebot von 50 für eines der Räder ab. Weil A und B nicht das Gleiche wollen und daher nicht für das Gleiche bieten, werden sie sich auch nicht gegenseitig überbieten (es sei denn, dem B wären allein die Räder mehr Wert als dem A der ganze Wagen), und der effizienzsteigernde Effekt einer Auktion kann sich nicht einstellen. Der Wagen und die Räder können nicht gleichzeitig versteigert werden, weil es verschiedene Güter sind, die jeweils auf einem separaten Markt gehandelt werden.

⁵⁶ HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. B, N 25; BILEK (FN 24), 15 ff. und 45 f.; GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 1 N 8; SCHENKER (FN 8), 1 ff. insbesondere 23; HANS CASPAR VON DER CRONE, *Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften*, in: ZBJV 133 (1997), 73 ff.; CHRISTIAN MEIER-SCHATZ, *Managermacht und Marktkontrolle*, in: ZHR 1985, 93 ff.; PETER BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, 4. A., Zürich 2009, § 7 N 136.

Frage, ob die Unternehmenskontrolle und Minderheitsbeteiligungen auf einem oder auf zwei Märkten gehandelt werden.

4.3.3. Der Gegenstand von Auktionsverfahren im Übernahmerecht ist ausschliesslich die Kontrolle über die Zielgesellschaft

Nachdem dargelegt ist, dass Auktionsverfahren eine effizienzsteigernde Wirkung auf einen Markt haben, muss der Markt definiert werden, den das schweizerische Übernahmerecht durch Auktionen effizienter machen will. Mit Blick auf den vorliegenden Fall ist dies von grosser Bedeutung. Zunächst stellt sich die Frage nach dem sachlich relevanten Markt bzw. der Marktabgrenzung, d.h. ob Unternehmenskontrolle und Minderheitsbeteiligungen auf dem gleichen Markt gehandelt werden. Lautet die Antwort auf diese Frage, dass es zwei verschiedene Märkte sind, dann stellt sich die Anschlussfrage, ob das schweizerische Übernahmerecht auch einen effizienten Markt für Minderheitsbeteiligungen sicherstellen will.

a. Marktabgrenzung

Die Übernahmekommission beantwortet die erste Frage unseres Erachtens eindeutig. Sie stellt zunächst fest, HarbourVest strebe die Unternehmenskontrolle an und ACP eine Minderheitsbeteiligung. Daraus zieht sie den Schluss («daher»), ACP sei keine direkte Konkurrentin von HarbourVest⁶².

Unseres Erachtens ist es richtig, separate Märkte anzunehmen. Denn ein Minderheitsaktionär vermag zweifelsohne seine Gesellschaft zu beeinflussen (und damit u.U. auch eine Effizienzsteigerung innerhalb des Unternehmens zu erreichen), jedoch ist sein Einfluss nicht mit jenem des (potentiell) kontrollierenden Aktionärs vergleichbar. Nur der (potentielle) Kontrollübernehmer kann eine disziplinierende Wirkung auf die Führung eines Unternehmens ausüben, die über die Verfolgung rechtserheblicher Verfehlungen hinausgeht⁶³.

b. Markt, auf dem das Übernahmerecht Effizienz sicherstellen will

Hinsichtlich der Anschlussfrage, ob das schweizerische Übernahmerecht neben dem Unternehmenskontrollmarkt

zudem den Markt für Minderheitsbeteiligungen möglichst effizient regeln will, ist die Antwort der Übernahmekommission weniger eindeutig.

Wenn die Übernahmekommission *im vorliegenden Zusammenhang* sagt, der Gegenstand der Auktion im Übernahmerecht sei die Unternehmenskontrolle, so kann dies einerseits dahingehend interpretiert werden, dass sie den Gegenstand der Minderheitsbeteiligung bei Auktionen im Übernahmerecht ausschliesst. Indirekt würde damit auch gesagt, dass das Übernahmerecht die Effizienz auf dem Markt für Minderheitsbeteiligungen nicht zum Ziel hat⁶⁴. Für eine solche Auslegung spricht auch, dass in der Lehre, soweit ersichtlich, das Ziel eines effizienten Markts für Minderheitsbeteiligungen nicht gefordert wird und aus den Materialien nicht ersichtlich ist. Andererseits kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich das Ziel eines effizienten Markts für Minderheitsbeteiligungen aus dem allgemeinen Ziel des Börsengesetzes ergeben könnte, die Funktionsfähigkeit der Märkte zu gewährleisten⁶⁵.

Unserem Verständnis der Erwägung der Übernahmekommission folgend, gehen wir nachfolgend davon aus, dass sich das Übernahmerecht auf die Sicherstellung der Effizienz auf dem Unternehmenskontrollmarkt beschränkt⁶⁶. Wie an gegebener Stelle zu zeigen sein wird, beschränkt sich die Relevanz der Antwort aber ohnehin auf einen Ausnahmefall⁶⁷.

⁶⁴ Indirekt ist die Aussage, weil *direkt* nur gesagt würde, dass auf dem Markt für Minderheitsbeteiligungen keine Auktionen stattfinden. Der Folgeschluss, dass das Übernahmerecht nicht die Effizienz des Markts für Minderheitsbeteiligungen zum Ziel hat, ergibt sich aus einer Analogie zum Unternehmenskontrollmarkt, dessen Effizienz u.a. mit Auktionen sichergestellt wird.

⁶⁵ Art. 1 BEHG.

⁶⁶ Diesbezüglich ist zu ergänzen, dass es freilich einen Markt für Minderheitsbeteiligungen gibt. Und auch dieser Markt sollte effizient funktionieren. Dafür ist unseres Erachtens aber nicht das Übernahmerecht zuständig. Vermutungsweise wird dieser Markt aber durch die auf den Handel von Beteiligungspapieren im Allgemeinen anwendbaren Bestimmungen (also z.B. Regelungen der SIX Exchange Regulation, die kapitalmarktrechtlichen Strafbestimmungen, etc.) geregelt. Die Tatsache, dass das Übernahmerecht Bestimmungen zu den Teilangeboten enthält (z.B. Art. 9 Abs. 6 UEV), bedeutet unseres Erachtens im Übrigen nicht, dass das Übernahmerecht die Effizienz auf dem Markt für Minderheitsbeteiligungen sicherstellen will. Solche Regelungen können sich insbesondere mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre aufdrängen.

⁶⁷ Vgl. dazu Ziff. 4.3.5.a. hinten und insbesondere FN 74.

⁶² Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 7.

⁶³ Vgl. zum Begriff des Unternehmenskontrollmarkts und insbesondere zur disziplinierenden Wirkung eines (potentiellen) Kontrollunternehmers HÖHN/LANG/ROELLI (FN 5), Kap. B, N 18 ff. und N 24 ff. sowie SCHENKER (FN 8), 22 ff.

4.3.4. Die Sonderregeln für konkurrierende Angebote bzw. das durch sie ermöglichte Auktionsverfahren als Mittel zur Steigerung der Effizienz des Unternehmenskontrollmarkts

Der unter Ziff. 4.3.2 beschriebene, effizienzsteigernde Effekt der Auktion wirkt sich selbstverständlich auch bei übernahmerechtlichen Auktionen aus. So besteht Einigkeit, dass die Sonderregeln betreffend konkurrierende Angebote der Wert- und Effizienzsteigerung dienen⁶⁸.

Jedoch zeigt ein differenzierter Blick, dass es sich beim effizienzsteigernden Effekt um die positive Bilanz zweier selbständiger Effekte handelt: den negativen Effekt eines Auktionsverfahrens auf den Erstanbieter und den *überwiegenden* positiven Effekt eines Auktionsverfahrens auf die Angebotsempfänger.

a. Die negativen Auswirkungen auf den Erstanbieter

Bei den Auktionen im Übernahmerecht ist zu beachten, dass sich ein Auktionsverfahren für den Erstanbieter in aller Regel negativ auswirkt. Er muss mit einer zeitlichen Verzögerung rechnen und sieht sich im Übernahmeverfahren neuen Parteien gegenüber; beides verteuert die Übernahme aus seiner Sicht⁶⁹. Erhöhen sich die Kosten des Anbieters für die Übernahme der Kontrolle, die sogenannten Transaktionskosten, so wirkt sich dies negativ auf die Effizienz des Unternehmenskontrollmarkts aus⁷⁰.

b. Die positiven Auswirkungen für die Angebotsempfänger überwiegen

Die tendenzielle Verteuierung des Auktionsverfahrens für den Erstanbieter wird nach der Einschätzung des Ge-

setz- bzw. Ordnungsgebers⁷¹ sowie nach Auffassung der Übernahmekommission durch die wertmaximierende Wirkung des Auktionsverfahrens für die Angebotsempfänger allerdings mehr als ausgewogen, sodass Auktionsverfahren insgesamt eine effizienzsteigernde Wirkung auf den Unternehmenskontrollmarkt haben.

Diese im Ergebnis effizienzsteigernde Wirkung dürfte die Übernahmekommission mit «öffentlichem Interesse» gemeint haben, als sie in einer früheren Empfehlung festhielt, dass sich im Auktionsverfahren «die Vorzüge des unmittelbaren Wettbewerbs verschiedener Bieter zugunsten aller Aktionäre auswirken können, was im öffentlichen Interesse liegt»⁷².

4.3.5. Inhaltliche Anforderung an ein vorausgehendes und ein konkurrierendes Angebot

a. Schlussfolgerung aus den Gedanken zur Auktion und zum Unternehmenskontrollmarkt

Aus den Gedanken zur Auktionstheorie ergibt sich, dass eine Auktion grundsätzlich effizienzsteigernd auf den relevanten Markt wirkt. Es steht aber auch fest, dass keine Auktionen hinsichtlich Güter geführt werden können, die auf unterschiedlichen Märkten gehandelt werden. Es wurde vorgehend dargelegt, dass Unternehmenskontrolle und Minderheitsbeteiligungen auf unterschiedlichen Märkten gehandelt werden. Unseres Erachtens kann folglich keine Auktion für die Unternehmenskontrolle und gleichzeitig eine Minderheitsbeteiligung stattfinden. Damit steht fest, dass Teilangebote, die per Definition nicht auf die Unternehmenskontrolle abzielen, in keinem Fall mit Vollangeboten, welche per Definition auf die Unternehmenskontrolle abzielen, konkurrieren können⁷³.

Schliesslich ergibt die vorliegende Analyse des Übernahmereichs, dass dieses auf einen möglichst effizienten Unternehmenskontrollmarkt abzielt, nicht hingegen auf einen möglichst effizienten Markt für Minderheitsbeteiligungen. Daraus ergibt sich, dass Teilangebote – die per Definition nicht auf die Unternehmenskontrolle, sondern auf den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung gerichtet sind – übernahmerechtlich nicht relevant sind, selbst wenn sie untereinander konkurrieren⁷⁴.

⁶⁸ BGE 133 II 232, S. 238, m.w.H.; Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 6, m.w.H.; GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 48 N 8, m.w.H.; BILEK (FN 24), 46, m.w.H.

⁶⁹ Zudem investiert ein Erstanbieter oft mehr Ressourcen in die Suche nach einer Zielgesellschaft, die optimale Strukturierung des Angebots und die Ausarbeitung der Angebotsdokumente als der konkurrierende Anbieter. Dieser wird u.U. durch das Erstangebot auf die Zielgesellschaft aufmerksam und kann sich an der Struktur und den Dokumenten des vorhergehenden Anbieters orientieren. Entsprechend stehen dem konkurrierenden Anbieter im Verhältnis zu den Gesamtkosten mehr Ressourcen für die Bezahlung des Angebotspreises zur Verfügung.

⁷⁰ Zum Zusammenhang zwischen Transaktionskosten und der Effizienz eines Markts vgl. CHRISTIAN LEUENBERGER, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz, Diss. Basel, Zürich/St. Gallen 2010, 78 f. sowie 101 ff., m.w.H. auf die ökonomische Literatur.

⁷¹ Ansonsten sich der Erlass besonderer Bestimmungen nicht mit dem Ziel, einen möglichst effizienten Unternehmenskontrollmarkt sicherzustellen, vereinbaren lassen würde.

⁷² Empfehlung i.S. InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, E. 5.4.3.

⁷³ Vgl. zur Definition von Teil- und Vollangeboten Ziff. 2.1 vorne und insbesondere auch FN 5.

⁷⁴ Zu denken wäre z.B. an vier Teilangebote auf je 33 % der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, wobei jedes Teilangebot eine Min-

Aus den beiden Schlüssen ergibt sich, dass Teilangebote nie konkurrierende Angebote im Sinne des Übernahmerechts sein können; ein Teilangebot kann weder als vorhergehendes noch als konkurrierendes Angebot qualifizieren⁷⁵.

b. Irrelevanz der Mindestandienungs-Bedingungen

Die Übernahmekommission kommt, wie dargelegt, zum Ergebnis, dass das ACP Teilangebot nicht als konkurrierend qualifiziert werden könne. In diesem Zusammenhang argumentiert die Übernahmekommission unter anderem, es sei im vorliegenden Fall durchaus möglich, dass beide Angebote zustande kämen. Das HarbourVest Angebot stehe unter einer Mindestandienungs-Bedingung von 50.01 %, das ACP Teilangebot unter einer Mindestandienungs-Bedingung von 10 %⁷⁶.

Durch diese Formulierung impliziert die Übernahmekommission, dass Teilangebote und Vollangebote doch konkurrierend seien, wenn ausgeschlossen ist, dass sie nebeneinander zustande kommen können⁷⁷. Nach der de-

destandienungs-Bedingung von 30% enthält. Diese Teilangebote konkurrieren nebeneinander in dem Sinne, als ausgeschlossen werden kann, dass sie alle nebeneinander zustande kommen. Würde entgegen der Auffassung der Autoren davon ausgegangen werden, dass das Übernahmerecht neben einem effizienten Unternehmenskontrollmarkt auch einen effizienten Markt für Minderheitsbeteiligungen zum Ziel hat (vgl. dazu Ziff. 4.3.3.b. vorne), so müsste der Schluss, dass Teilangebote übernahmerechtlich nicht relevant sind, revidiert werden. Dies würde freilich am vorhergehenden Schluss nichts ändern, wonach Teilangebote nicht mit Vollangeboten konkurrieren können.

⁷⁵ An dieser Stelle ist nochmals an die Verwendung der Begriffe Teilangebot und Vollangebot im vorliegenden Beitrag zu erinnern (vgl. dazu ausführlich FN 5). Unter dem Begriff Teilangebot werden vorliegend schlicht jene Teilangebote verstanden, die nicht den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezwecken. Dies sind Angebote auf max. 33 $\frac{1}{3}$ % bzw. im Zusammenhang mit Angeboten für Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die in ihren Statuten ein *Opting-up* vorsehen, auf max. 49%. Nicht zu den Teilangeboten, sondern zu den Vollangeboten, zählen vorliegend hingegen jene (ungewöhnlichen) Teilangebote, welche sich auf mehr als 50 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft beziehen und mithin auch den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezwecken (und nur im Zusammenhang mit Angeboten für Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die in ihren Statuten ein *Opting-out* vorsehen, vorkommen könnten). Ein solches Teilangebot, welches den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezweckt, kommt als vorhergehendes oder konkurrierendes Angebot in Frage. In diesem Sinne kommen auf zwei Angebote auf jeweils z.B. 60 % die Regeln über die konkurrierenden Angebote zur Anwendung.

⁷⁶ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 7.

⁷⁷ Wird auf die Mindestandienungs-Bedingungen abgestellt, so kann z.B. ausgeschlossen werden, dass ein Teilangebot auf 33 % mit einer Mindestandienungs-Bedingung von 30 % und ein Vollangebot

tailliert dargelegten Ansicht der Autoren ist dies freilich falsch: Teilangebote, die per Definition nicht auf die Unternehmenskontrolle abzielen, können in keinem Fall mit Vollangeboten, welche per Definition auf die Unternehmenskontrolle abzielen, konkurrieren⁷⁸.

4.3.6. Erfüllen Angebote die inhaltlichen Anforderungen an ein vorhergehendes und ein konkurrierendes Angebot nicht, so dürfen die Sonderregeln betreffend konkurrierende Angebote nicht zur Anwendung gelangen

Mit Blick auf das Ziel des Übernahmerechts, einen möglichst effizienten Unternehmenskontrollmarkt sicherzustellen, dürfen die Sonderregeln betreffend konkurrierende Angebote nicht zur Anwendung gelangen, wenn die inhaltlichen Anforderungen an das vorhergehende bzw. die konkurrierenden Angebote nicht erfüllt sind. Denn wie bereits dargelegt wurde, verteuert sich die Übernahme der Unternehmenskontrolle für einen Anbieter tendenziell, wenn die besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote zur Anwendung kommen. Die daraus resultierenden negativen Auswirkungen auf die Effizienz des Unternehmenskontrollmarkts können nun aber nicht mehr durch die positiven Auswirkungen für die Angebotsempfänger aufgewogen werden.

4.4. Die Nichtanwendung der besonderen Regeln betreffend konkurrierende Angebote führt zu einem Koordinationsbedarf

Unter Ziff. 4.3 wurde dargelegt, dass die besonderen Regeln betreffend konkurrierende Angebote im Fall von sich überschneidenden Voll- und Teilangeboten nicht zur Anwendung kommen dürfen. Der Fall des HarbourVest-Angebots bzw. ACP-Teilangebots zeigt allerdings, dass mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel, die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger sicherzustellen, dennoch ein Koordinationsbedarf besteht. Nachfolgend schlagen die Autoren daher allgemeingültige Koordina-

mit einer Mindestandienungs-Bedingung von 90 % nebeneinander zustande kommen können.

⁷⁸ Die Relevanz des Marktes bzw. die Irrelevanz der Mindestandienungs-Bedingungen für die Qualifikation als konkurrierendes Angebot, zeigt sich im Übrigen auch im Zusammenhang mit sich überschneidenden Vollangeboten: Zwei Vollangebote wären zweifelsfrei auch dann als konkurrierend zu qualifizieren, wenn sie mit Blick auf ihre Mindestandienungs-Bedingungen nebeneinander zustande kommen könnten.

tionsregeln für sich überschneidende Voll- und Teilangeboten vor.

4.4.1. Die Entscheidungsfreiheit der Angebots-empfänger als Ziel des Übernahmerechts

Wie bereits dargelegt, orientiert sich die Übernahmekommission bei ihrer Entscheidungsfindung, ob das ACP-Teilangebot als konkurrierendes oder als *stand-alone*-Angebot zu qualifizieren ist, zu Unrecht an den Zielen der Regeln betreffend die konkurrierenden Angebote. Unseres Erachtens hat dieser Entscheid mit Blick auf die Ziele des Übernahmerechts zu erfolgen. Allerdings bleibt dies hinsichtlich des Ziels, die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger sicherzustellen, ohne Konsequenzen, weil es sich dabei sowohl um ein Ziel der Regeln betreffend die konkurrierenden Angebote als auch um ein Ziel des Übernahmerechts handelt⁷⁹.

4.4.2. Interpretation der Erwägungen der Übernahmekommission hinsichtlich der Entscheidungsfreiheit der Angebots-empfänger

Hinsichtlich der Entscheidungsfreiheit der Angebots-empfänger hält die Übernahmekommission zunächst fest, dass die Angebotsempfänger von Absolute mit den Regeln über Konkurrenzangebote im Sinne von Art. 48 ff. UEV nicht frei zwischen den konkurrierenden Angeboten entscheiden könnten, weil sie sich in einem Dilemma befänden: Entweder könnten sie zu einem höheren Preis in das APC Teilangebot andienen, mit dem Risiko, nicht voll verkaufen zu können, oder sie könnten zu einem etwas tieferen Preis in das HarbourVest-Angebot andienen. Eine Möglichkeit, die im Teilangebot nicht berücksichtigten Andienungen (nachträglich) in das Vollangebot anzudienen, gäbe es aufgrund der gleichlaufenden Fristen bei Konkurrenzangeboten nicht. Die Regeln über Konkurrenzangebote würden dem Angebotsempfänger im beschriebenen Dilemma nicht bei der Entscheidung helfen, ob und bei wem er andienen soll⁸⁰.

Sofern die Übernahmekommission mit vorne stehender Argumentation begründen will, dass die besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote auf Teilangebote, die sich mit Vollangeboten überschneiden, nicht anwendbar sind, so ist dies unseres Erachtens

(i) nicht notwendig, weil sich dies allein schon aus Effizienzüberlegungen ergibt (vgl. dazu Ziff. 4.3 vorne), und (ii) insofern interpretationsbedürftig, als die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger auch bei *Nichtanwendung* der besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote nicht vollständig gewährleistet ist, sofern nicht besondere Koordinationsregeln zur Anwendung gelangen. Nachfolgend ist nur auf Letzteres einzugehen.

4.4.3. Das Dilemma der Angebotsempfänger

Wäre das ACP-Teilangebot als konkurrierend qualifiziert worden, so hätte das Dilemma der Angebotsempfänger nach der Auffassung der Übernahmekommission darin bestanden, dass sie die im ACP-Teilangebot nicht berücksichtigten Aktien nicht in das HarbourVest-Angebot hätten andienen können. Diese Problematik ergibt sich aus der Gleichschaltung der Fristen (vgl. dazu Ziff. 3.1 vorne).

Wären nicht die besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote angewendet worden, sondern die allgemeinen Bestimmungen des Übernahmerechts (ohne besondere Koordinationsregeln), so wäre unseres Erachtens allerdings die Entscheidungsfreiheit jener Angebotsempfänger nicht gewährleistet, die ihre Aktien bereits in das vorhergehende HarbourVest-Angebot ange-dient hatten. Diese hätten nämlich nicht vom Widerrufsrecht, welches in den besonderen Bestimmungen betreffend konkurrierende Angebote vorgesehen ist, profitieren können (vgl. dazu Ziff. 3.4 vorne).

4.4.4. Die Lösung des Dilemmas im Fall des HarbourVest-Angebots bzw. ACP-Teilangebots

Bei der Entscheidungsfindung im Fall des HarbourVest-Angebots bzw. des ACP-Teilangebots stellte sich der Übernahmekommission die Problematik des fehlenden Widerrufsrechts nicht. Denn HarbourVest hatte sich gegenüber der Übernahmekommission freiwillig bereit erklärt, denjenigen Absolute-Aktionären, die ihre Aktien bereits in das HarbourVest-Angebot ange-dient hatten, ein (vertragliches) Widerrufsrecht zu gewähren unter den Bedingungen, dass (i) die Übernahmekommission das ACP-Teilangebot als nicht konkurrierend qualifiziert und (ii) das Gewähren des Widerrufsrechts die Angebotsfrist des HarbourVest-Angebots nicht um mehr als fünf Börsentage verschiebt.

Die Übernahmekommission geht in ihren Erwägungen nicht weiter auf das Widerrufsrecht ein. Sie verpflichtete

⁷⁹ Zum übernahmerechtlichen Ziel vgl. GERICKE/WIEDMER (FN 8), Art. 1 N 8 m.w.H.; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 8), N 10, m.w.H.

⁸⁰ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.3, N 8. Vgl. dazu ausführlich Ziff. 4.4.3 hinten.

HarbourVest allerdings, die Öffentlichkeit über die Modalitäten dieses Widerrufsrechts zu orientieren und ordnete eine Verlängerung der Angebotsfrist des HarbourVest-Angebots um fünf Börsentage an, damit die Absolute-Aktionäre genug Zeit hätten, in Kenntnis der Sachlage zu entscheiden⁸¹.

Zudem ordnete die Übernahmekommission an, dass die Angebotsfrist des ACP-Teilangebots erst am ersten Börsentag nach der Publikation des definitiven Zwischenergebnisses hinsichtlich des HarbourVest-Angebots zu laufen beginne⁸².

4.4.5. Die Lösung des Dilemmas: Allgemeine Koordinationsregeln

Im Zusammenhang mit ihren Anordnungen im Fall des HarbourVest-Angebots bzw. des ACP-Teilangebots hielt die Übernahmekommission fest, dass Entscheidungsfreiheit bestehe, sofern die Absolute-Aktionäre in jenem Zeitpunkt, da sie über die Andienung in das ACP-Teilangebot zu entscheiden hätten, hinsichtlich des Zustandekommens des HarbourVest-Angebots Kenntnis hätten. Erst dann könnten sie ohne Dilemma und im Einklang mit den übernahmerechtlichen Grundsätzen entscheiden, welches Angebot sie annehmen wollten⁸³.

Damit setzt die Übernahmekommission unseres Erachtens den Standard für die Koordination von sich überschneidenden Voll- und Teilangeboten: Mittels (i) der Gewährung eines Widerrufsrechts für diejenigen Aktionäre, welche ihre Aktien bereits in das frühere Angebot ange-dient haben, und (ii) der Verlängerung der Karenz- oder Angebotsfrist des Teilangebots ist sicherzustellen, dass die Angebotsempfänger, unabhängig von der Reihenfolge der Angebote, in Kenntnis des Zustandekommens bzw. Scheiterns des Vollangebots über die Andienung in das Teilangebot entscheiden können⁸⁴. Als überschneidend gelten die Angebote (in Anlehnung an die Regeln für konkurrierende Angebote), wenn das nachfolgende Angebot

spätestens am letzten Tag der Angebotsfrist des vorhergehenden Angebots veröffentlicht wird⁸⁵.

4.4.6. Vergleich zur Koordination durch die besonderen Regeln betreffend konkurrierende Angebote

Im Unterschied zu den Koordinationsregeln betreffend konkurrierende Angebote kann ein überschneidendes Teilangebot aufgrund der vorgeschlagenen Koordinationsregeln ein Vollangebot nicht wesentlich verzögern – weder durch eine Lancierung erst am Ende der Angebotsfrist des Vollangebots noch durch eine Angebotsänderung. Umgekehrt gilt dies freilich nicht. So kann ein Vollangebot am Ende der Frist eines Teilangebots Letzteres u.U. stark verzögern. Obwohl sich die Koordinationsregeln mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger aufdrängt, dürfte die bewirkte Asymmetrie zugunsten des Vollenbieters auch mit Blick auf das übernahmerechtliche Ziel eines effizienten Unternehmenskontrollmarkts wünschbar sein.

⁸¹ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, N 34 f. sowie Ziff. 5 des Dispositivs.

⁸² Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, N 19 f. sowie Ziff. 1.a. des Dispositivs.

⁸³ Verfügung 477/04 i.S. Absolute Private Equity AG vom 2. August 2011, E. I.5.4, N 19.

⁸⁴ Fraglich ist, ob das übernahmerechtliche Ziel an der Sicherstellung der Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger, bzw. das entsprechende öffentliche Interesse, oder alternativ Art. 30 Abs. 1 BEHG analog oder Art. 4 Abs. 1 UEV eine genügende Grundlage für die Anordnung eines Widerrufsrechts durch die Übernahmekommission darstellen, falls sich der Erstanbieter weigert, ein solches freiwillig zu gewähren.

⁸⁵ Art. 50 Abs. 1 UEV analog.