



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Rudolf Tschäni

Mergers & Acquisitions XX



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Rudolf Tschäni

Mergers & Acquisitions XX

Schulthess § 2018

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2018
ISBN 978-3-7255-7847-4

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Lessons learnt aus 20 Jahren M&A-Litigation	7
<i>Prof. Dr. Rolf Watter, Rechtsanwalt, Bär & Karrer AG, Zürich, Titularprofessor für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich</i>	
20 Jahre Megadeals	19
<i>Dr. Rudolf Tschäni, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich, und Hans-Jakob Diem, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich</i>	
Good Governance bei M&A-Transaktionen – Rückblick auf 20 Jahre	75
<i>Dr. Daniel Daeniker, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich, Lehrbeauftragter an der Universität Zürich</i>	
Neuere Entwicklungen im Übernahmerecht	107
<i>Thomas A. Müller, Präsident, Übernahmekommission, Zürich, Pascal Bovey, Rechtsanwalt, Rechtskonsulent, Übernahmekommission, Zürich, Dr. Georg Gotschev, Rechtsanwalt, Rechtskonsulent, Übernahmekommission, Zürich, Marc D. Nagel, Rechtsanwalt, Rechtskonsulent, Übernahmekommission, Zürich, und Dr. Lukas Roos, Rechtsanwalt, Rechtskonsulent, Übernahmekommission, Zürich</i>	
20 Jahre öffentliche Übernahmen in der Schweiz	147
<i>Dr. Marco Superina, Managing Director, Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich</i>	
20 Jahre M&A – Aktivitäten aus steuerlicher Sicht	177
<i>Prof. Dr. Urs Schenker, Rechtsanwalt, Walder Wyss Ltd., Zürich</i>	

Neuere Entwicklungen im Übernahmerecht

Thomas A. Müller/Pascal Bovey/Georg Gotschev/
Marc D. Nagel/Lukas Roos

Inhalt

I.	Wettbewerbsbedingungen	108
1.	Einleitung.....	108
2.	Problematik.....	110
a)	Vollzugaufschub in der Praxis	110
b)	Schutzbedürfnis der andienenden Aktionäre bei Vollzugaufschub und anderen Schwierigkeiten.....	112
c)	Heutige Situation ist unbefriedigend	113
3.	Lösungsansätze	115
a)	Einholung der wettbewerbsrechtlichen Freistellungen im Zeitraum zwischen Voranmeldung und Angebotsprospekt.....	115
b)	Wesentlichkeitsschwellen	117
c)	Erwähnung der wesentlichen Wettbewerbsbehörden in der Bedingung	119
d)	Was passiert, wenn eine zuständige (bzw. wesentliche) Behörde am Ende der Nachfrist noch nicht entschieden hat?.....	120
4.	Generelle Bemerkung zu den Bedingungen.....	122
5.	Fazit	122
II.	US-Dollar-Angebote.....	124
1.	Die Transaktionen Syngenta AG und Actelion Ltd als aktuelle Beispiele	124
2.	Problematik: Transparenz und Gleichbehandlung	124
3.	Praxis der Übernahmekommission	126
a)	Aussergewöhnlich grosses Transaktionsvolumen	126
b)	Liquider Titel	127
c)	Umtauschmöglichkeit.....	127
d)	Hinweis auf Währungsrisiken	128
e)	US-Dollar-Angebote und die Best Price Rule	128
III.	Transaktionsmeldungen bei öffentlichen Angeboten	130
1.	Ausgangslage	130
2.	Rechtsfragen	132
3.	Rechtliches.....	133

a) Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG i.V.m. Art. 39 lit. a UEV bei Transaktionen in Beteiligungsderivaten	133
b) Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG i.V.m. Art. 39 lit. a UEV von Inhabern von weniger als drei Prozent der Stimmrechte	135
4. Fazit	137
IV. Aktienrückkaufprogramme	138
1. Der Weg zur Dutch Auction	138
a) Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen AP Alternative Portfolio AG	138
b) Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen AP Alternative Portfolio AG	141
2. Dutch Auction als zusätzliche Rückkaufmethode	142
a) Bisherige Rückkaufmethoden	142
b) Merkmale der jüngsten Rückkaufmethode	143
c) Vor- und Nachteile der Dutch Auction-Rückkaufmethode	144

I. Wettbewerbsbedingungen

1. Einleitung

Das schweizerische Übernahmerecht lässt Bedingungen zu, die den Erfolg eines öffentlichen Angebotes an den Erhalt der notwendigen wettbewerbsrechtlichen Freistellungen knüpfen. Solche Bedingungen sind grundsätzlich sowohl bei freiwilligen Angeboten als auch bei Pflichtangeboten zulässig¹.

Bedingungen dieser Art gelten bis zum Vollzug des Angebotes – dies im Gegensatz zu anderen Bedingungen wie z.B. die Bedingung, die sich auf eine Mindestandienungsschwelle bezieht. Diese gilt nur bis zum Ende der Angebotsfrist. Für letztere Art der Bedingungen muss der Anbieter am Ende der Angebotsfrist entscheiden, ob die Bedingungen erfüllt sind oder nicht. Falls dem nicht so ist, kommt das Angebot nicht zu Stande und die Nachfrist entfällt. Alle Aktionäre, die ihre Aktien angedient haben, können wieder frei über ihre Aktien verfügen. Im Normalfall gibt es für die andienenden Aktio-

¹ Für Pflichtangebote vgl. Art. 38 Abs. 2 lit. b FinfraV-FINMA. S. auch TSCHÄNI RUDOLF et al., Öffentliche Kaufangebote, Zürich/Basel/Genf 2014, 272.

näre kein Widerrufsrecht während der Dauer des Angebots. Ein solches Recht gibt es nur im Falle eines Konkurrenzangebotes, und zwar gestützt auf Art. 48 Abs. 4 UEV².

Die Erteilung der wettbewerbsrechtlichen Freistellung ist in den meisten Jurisdiktionen eine Voraussetzung dafür, dass ein Angebot vollzogen werden kann. Dies ist auch ein gewisser Schutz für den Anbieter. Er könnte somit sein Angebot zurückziehen, falls eine Wettbewerbsbehörde ihre Freistellung nicht erteilt oder eine solche an wesentliche Auflagen oder Bedingungen knüpft.³

Bezüglich der Angebotsbedingungen trifft den Anbieter eine Sorgfaltspflicht. So lautet Art. 13 Abs. 3 UEV: „Falls der Anbieter aufgrund der Art der Bedingungen einen Beitrag zu deren Eintritt zu leisten hat, muss er alle ihm zumutbaren Massnahmen ergreifen, damit die Bedingungen eintreten.“ Was die Wettbewerbsbedingungen angeht, muss der Anbieter namentlich die zuständigen Behörden im Vorfeld seines Angebotes identifizieren und so rasch wie möglich die notwendigen Verfahren einleiten, damit alle Bewilligungen beim Vollzug des Angebots erfüllt sind. Mit anderen Worten muss der Anbieter im guten Glauben und mit der gebührenden Sorgfalt die notwendigen Schritte bezüglich der wettbewerbsrechtlichen Verfahren vornehmen.⁴

In der Regel gestaltet sich das Übernahmeverfahren wie folgt: Nach der Publikation des Angebotsprospektes gibt es eine Karenzfrist von zehn Börsentagen gemäss Art. 14 Abs. 1 und 2 UEV. Anschliessend beginnt die Angebotsfrist, die mindestens 20 Börsentage und höchstens 40 Börsentage dauert (Art. 14 Abs. 3 und 4 UEV). Wenn das Angebot zu Stande kommt, d.h. wenn alle Bedingungen, die bis Ende der Angebotsfrist gelten, erfüllt sind oder wenn der Anbieter auf diese Bedingungen verzichtet, muss der Anbieter eine

² PETER HENRY/BOVEY PASCAL, *Droit suisse des OPA*, Bern 2013, 221 f. Eine Ausnahme bildet in dieser Hinsicht das Angebot von China National Chemical Corporation an die Aktionäre von Syngenta AG, wo ein solches Widerrufsrecht eingeräumt wurde, weil das Angebot gleichzeitig auch in den USA lanciert worden war (Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 11.4).

³ TSCHÄNI et al. (FN 1), 272.

⁴ PETER HENRY/BOVEY PASCAL, *Compatibilité des OPA obligatoires avec des conditions*, in: *Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts*, Festschrift für Hans-Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, 699.

Nachfrist von zehn Börsentagen einräumen (Art. 14 Abs. 5 UEV). In der Regel muss danach das Angebot spätestens am zehnten Börsentag nach dem Ende der Nachfrist vollzogen werden (Art. 14 Abs. 6 UEV). Der Vollzug des Angebots soll also zeitnah nach Ablauf der Nachfrist erfolgen. Die Aktionäre haben ihre Aktien zu einem gewissen Preis angedient und sollten so rasch wie möglich den Kaufpreis erhalten.

In der Praxis kommt es nicht selten vor, dass die wettbewerblichen Bewilligungen am Vollzugstag noch nicht vorliegen. Auch wenn der Anbieter die entsprechenden Verfahren im guten Glauben rechtzeitig und korrekt eingeleitet hat, verfügt er anschliessend nur über beschränkte Einflussmöglichkeiten auf den Zeitplan dieser Verfahren. Deswegen lässt es die heutige Praxis der Übernahmekommission (UEK) zu, dass der Anbieter den Vollzug seines Angebotes verschiebt, wenn die notwendigen Freistellungen noch nicht erteilt worden sind.⁵

2. Problematik

a) *Vollzugsaufschub in der Praxis*

Der jeweils noch ausstehende Erhalt der wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen hat in einigen Fällen zu Verschiebungen des Vollzuges geführt. Nachdem in Jahr 2008 beim Angebot auf die Ciba Holding AG der Vollzug um 4 1/2 Monate verschoben wurde,⁶ gab es in der jüngsten Vergangenheit gleich drei Angebote, in denen sich diese Problematik stellte: Dies waren die Angebote auf Sulzer AG (2015), gategroup Holding AG (2016) und Syngenta AG (2016).

In Sachen Sulzer AG hat Tiwel Holding AG (Tiwel) ein Pflichtangebot zum Mindestpreis lanciert, nachdem die Schwelle von 33 1/3% der Stimmrechte

⁵ Nach der Praxis der UEK ist ein Aufschub des Vollzugs bis zu vier Monaten nach Ablauf der Nachfrist möglich, sofern sich der Anbieter einen Aufschub im Angebotsprospekt vorbehalten hat. Eine darüberhinausgehende Verlängerung wird nur gestattet, wenn der Anbieter ein spezielles Interesse nachweist (GERICKE DIETER/WIDMER KARIN, Kommentar UEV, Zürich 2011, Art. 14 N 26; Verfügung 382/02 vom 11 März 2009 in Sachen *Ciba Holding AG*, Erw. 2).

⁶ Vgl. Verfügung 382/02 vom 11. März 2009 in Sachen *Ciba Holding AG*.

überschritten und so eine Angebotspflicht i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG ausgelöst wurde. Tiwel hatte keine Absichten, viele Aktien zu erwerben und erwartete, dass ihre Beteiligung unter 50% der Stimmrechte verbleiben würde. *Prima vista* hätte dies wohl keine wettbewerbsrechtliche Problematik ausgelöst. Kurz nach Publikation des Angebots bewegten sich die Aktienkurse allgemein relativ stark nach unten. Das Angebot von Tiwel, das ursprünglich wegen des tiefst möglichen Angebotspreises für die Aktionäre nicht attraktiv war, wurde plötzlich finanziell für diese interessant, zumal der Börsenkurs der Sulzer AG Aktie fiel. Gemäss der provisorischen Meldung des Endergebnisses, hatten 8.89% der Aktionäre angedient, was die Beteiligung von Tiwel auf 42.25% der Stimmrechte erhöhte. In der Folge sah sich Tiwel verpflichtet, verschiedene wettbewerbsrechtliche Verfahren einzuleiten, was zu einem Aufschub des Vollzugs von ungefähr sieben Wochen führte.⁷

Ein ähnlicher Aufschub erfolgte auch beim Angebot von HNA Aviation (Hong Kong) Air Catering Holding Co., Ltd. auf gategroup Holding AG. Die Nachfrist dieses Angebots lief am 21. Juli 2016 ab. Da noch nicht alle wettbewerbsrechtlichen Freistellungen und Bewilligungen am Ende der Nachfrist vorlagen, musste der Vollzug bis zum 22. Dezember 2016 – also um fünf Monate – verschoben werden.⁸

Auch im Rahmen des Angebotes von China National Chemical Corporation an die Aktionäre von Syngenta AG stellte sich diese Problematik, wenn auch unter einem etwas anderen Blickwinkel. Weil das Angebot auch dem US-amerikanischen Recht unterstand, musste die Angebotsfrist bis zur Erteilung der wettbewerbsrechtlichen Freistellungen sowie der Genehmigung der Transaktion durch das amerikanische *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS) offen bleiben. Anstelle von 20 Börsentagen, wie es das Schweizer Recht grundsätzlich in Art. 14 Abs. 3 UEV vorsieht, dauerte die Angebotsfrist vom 23. März 2016 bis zum 4. Mai 2017 – also 13 1/2 Monate mit insgesamt sieben Verlängerungen der Angebotsfrist. Das Angebot wurde am 18. Mai 2017 und am 7. Juni 2017 in zwei Schritten vollzogen. Es muss immerhin erwähnt werden, dass in diesem Angebot ausnahmsweise ein Rücktrittsrecht zu Gunsten der andienenden Aktionäre ein-

⁷ Für mehr Informationen zu dieser Transaktion s. PETER/BOVEY (FN 4), 691 ff.

⁸ Verfügung 630/02 vom 18. November 2016 in Sachen *gategroup Holding AG*.

geräumt wurde. Im Normalfall können die Aktionäre nämlich ihre Andienungen unter Schweizer Recht nicht widerrufen. Nach US-amerikanischem Recht hingegen können die Empfänger des US-Angebotes während der Angebotsfrist ihre Annahme jederzeit widerrufen (Rule 14d-7(a)(1) zum *Securities Exchange Act* von 1934). Die Gewährung eines gesetzlich nicht vorgesehenen Widerrufsrechts wurde durch die UEK akzeptiert.⁹

b) *Schutzbedürfnis der andienenden Aktionäre bei Vollzugsaufschub und anderen Schwierigkeiten*

Der Aufschub des Vollzugs für mehrere Monate stellt ein gewisses Risiko für die andienenden Aktionäre dar: Sie können in der Regel ihre Andienung nicht rückgängig machen und ihre Aktien nicht auf dem Markt verkaufen, wenn der Vollzug verschoben wird.

Falls sich die Verschiebung über mehrere Monate erstreckt, riskieren die Aktionäre, die ihre Aktien angedient haben, dass der Börsenkurs über den Angebotspreis steigt, beispielsweise weil die Märkte sich sehr positiv entwickeln. Die andienenden Aktionäre wissen nicht, ob das Angebot schliesslich vollzogen werden wird, und können nicht mehr frei über die angedienten Aktien verfügen.

Schwierig abzuschätzen ist sodann auch, wie lange man warten muss, bis eine Behörde eine Entscheidung fällt. Die Angebote auf *gategroup Holding AG* und *Syngenta AG* haben gezeigt, dass mehrere Monate nötig sein können, um alle wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen zu erhalten. Daran knüpft sich folgende Frage: Kann irgendeine Behörde in der Welt sich für zuständig erklären und ein Verfahren einleiten, was dann zur Folge haben könnte, dass entweder der Vollzug des Angebots verschoben werden müsste oder sogar, dass das Angebot scheitern würde?

Hinzu kommt auch die latente Problematik der Kompetenzkonflikte zwischen verschiedenen Rechtsordnungen, so zum einen zwischen dem Schweizer und dem ausländischen Recht aber auch innerhalb der Schweiz selbst,

⁹ Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 11.4.

bspw. zwischen dem schweizerischen Kartell- und Übernahmerecht. Welches Recht hätte in solchen Fällen Vorrang?

Im Rahmen von Pflichtangeboten zum Beispiel, in denen der Anbieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft bereits erworben und die Schwelle von 33 1/3% der Stimmrechte schon erreicht hat, muss man sich die Frage stellen, ob man akzeptieren darf, dass das Angebot infolge einer Ablehnung durch eine Wettbewerbsbehörde zurückgezogen wird. In diesem Fall würde ein Anbieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft behalten, ohne dass er ein Angebot publizieren müsste. Dies wäre stossend. In diesem Fall schlagen PETER/BOVEY folgendes vor: (i) der Rücktritt des Pflichtangebots sollte erst erlaubt werden, wenn die Ablehnung der Wettbewerbsbehörde Folgen für die Zielgesellschaft und/oder die Anbieterin hätte, die eine gewisse Wesentlichkeit haben – also mittels Wesentlichkeitsschwellen (siehe infra 3. b); (ii) falls der Rücktritt des Pflichtangebots zulässig ist, sollte der Anbieter verpflichtet werden, seine Beteiligung unter die Schwelle von 33 1/3% der Stimmrechte zu reduzieren.¹⁰

c) Heutige Situation ist unbefriedigend

Es gibt seltene Fälle – wie namentlich im Rahmen des Angebots auf Syngenta AG – in denen den Angebotsempfängern ein Widerrufsrecht eingeräumt wird.¹¹ In der genannten Transaktion hatten die Angebotsempfänger während der ganzen Dauer der Angebotsfrist und auch während der Nachfrist die Möglichkeit, ihre Andienung zu widerrufen. Dieses Vorgehen wurde gewählt, weil die Angebotsfrist mehrmals verlängert wurde und weil die Nachfrist kurz vor dem Vollzug enden sollte. Auch wenn ein Widerrufsrecht im Rahmen von anderen Transaktionen als jener betreffend Syngenta AG eingeräumt worden wäre (was die heutige Regelung nicht vorsieht) würde dieses Widerrufsrecht erst bis zum Ende der Nachfrist gelten. Zu diesem Zeitpunkt

¹⁰ PETER/BOVEY (FN 4), 701 ff.

¹¹ Ein solches Widerrufsrecht wurde auch im Rahmen von sogenannten Holding Angeboten, in denen eine Holdingstruktur durch ein Umtauschangebot implementiert wurde, gewährt: vgl. Verfügung 572/02 vom 22. August 2014 in Sachen *UBS AG*, Erw. 3; Verfügung vom 15. Februar 2011 in Sachen *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG*, Erw. 3.

muss der Anbieter die definitive Anzahl der angedienten Aktien feststellen können, was ein Widerrufsrecht für die Dauer des Vollzugsaufschubs unmöglich macht. Das Problem würde sich also nicht lösen, indem ein Widerrufsrecht (*de lege lata*) generell eingeführt würde. Vielmehr wäre eine Revision der UEV notwendig. Es müssen also andere Wege gesucht werden.

In der Praxis eröffnet der Anbieter regelmässig eine separate Handelslinie während der Dauer des Vollzugsaufschubs, auf der die in das öffentliche Angebot angedienten Aktien gehandelt werden können. Diese separate Handelslinie ermöglicht es den Aktionären, die angedienten Aktien vor einem allenfalls deutlich verspäteten Vollzug des Angebotes zu verkaufen. Alle Börsenteilnehmer haben die Möglichkeit, auf dieser Linie zu handeln.¹² Der letzte Erwerber auf der separaten Handelslinie muss jedoch dem Anbieter die Aktien beim Vollzug des Angebotes liefern. Dafür erhält er den Angebotspreis. In der Regel werden Arbitrageure auf separaten Handelslinien tätig. Der Preis für die darauf gehandelten Titel liegt normalerweise etwas unter dem Angebotspreis. Eine separate Handelslinie wurde namentlich im Rahmen des Angebots an die Aktionäre von gategroup Holding AG eröffnet.¹³ Sie wurde einige Tage vor dem aufgeschobenen Vollzug geschlossen. Die Eröffnung einer separaten Handelslinie ist auf jeden Fall wünschenswert, wenn der Vollzug aufgeschoben ist. Dennoch werden die Aktionäre vor ein Dilemma gestellt. Sie haben ihre Aktien zu einem fixen Preis angedient. Wenn der Vollzug aufgrund einer (noch) nicht gewährten wettbewerbsrechtlichen Bewilligung aufgeschoben wird, dann wissen sie nicht, (i) ob diese Bewilligung eintreffen wird oder nicht, (ii) ob und wann das Angebot vollzogen werden wird und (iii) wie sich der Börsenkurs und somit ebenfalls der Kurs auf der separaten Handelslinie entwickeln wird. Nachdem sie ihre Investitionsentscheidung schon getroffen haben, nämlich das Angebot anzunehmen, müssen sie als Folge des Vollzugsaufschubs wiederum einen Entscheid treffen, und zwar mit einer gewissen Unsicherheit bezüglich der soeben erwähnten Parameter.

¹² SIX Swiss Exchange AG, Weisung 3: Handel vom 6. März 2017, Anhang P.

¹³ Definitive Meldung des Endergebnisses im Rahmen des Angebotes an die Aktionäre von gategroup Holding AG vom 27. Juli 2016.

3. Lösungsansätze

In der jüngsten Vergangenheit gab es in der Praxis der UEK einige Ansätze, welche die erwähnte Problematik entschärfen können. Diese werden nachfolgend beschrieben.

a) *Einholung der wettbewerbsrechtlichen Freistellungen im Zeitraum zwischen Voranmeldung und Angebotsprospekt*

Im Rahmen des Angebotes von Basler Leben AG an die Aktionäre von PAX Anlage AG im Jahr 2017 wurde die wettbewerbsrechtliche Freistellung im Zeitraum zwischen der Voranmeldung und der Publikation des Angebotsprospektes eingeholt. Die entsprechende Voranmeldung wurde am 6. Januar 2017 publiziert. Gleichzeitig beantragte die Anbieterin eine Verlängerung der Frist zur Publikation des Angebotsprospektes. Diese Frist beträgt normalerweise höchstens sechs Wochen, kann aber durch die UEK verlängert werden, wenn dies durch überwiegende Interessen gerechtfertigt ist, namentlich wenn der Anbieter eine Bewilligung einer Behörde, insbesondere einer Wettbewerbsbehörde, einholen muss (Art. 8 Abs. 1 UEV). Grund für das Gesuch um Verlängerung dieser Frist waren die in jenem Fall nötigen Verfahren vor der WEKO und der FINMA. Die Anbieterin wollte, dass diese Bewilligungen vor der Publikation des Angebotsprospektes vorliegen, um die Erfolgssicherheit ihres Angebots zu erhöhen. Die behördlichen Bewilligungen durch die WEKO und durch die FINMA waren zudem für den Vollzug von Aktienkaufverträgen, durch welche die Anbieterin 70.96% der Stimmrechte gekauft hatte, nötig. Die UEK bewilligte die beantragte Verlängerung um drei Wochen, und befand, dass dieses Vorgehen die Sicherheit erhöht, dass das Angebot zu Stande kommt. Dadurch liesse sich ferner vermeiden, dass die Angebotsfrist verlängert oder der Vollzug vorschoben werden muss.¹⁴

Die Wettbewerbsbedingung in jenem Fall lautete wie folgt¹⁵:

¹⁴ Verfügung 648/01 vom 4. Januar 2017 in Sachen *Pax Anlage AG*, Erw. 3.

¹⁵ Voranmeldung des Angebots von Basler Leben AG, Basel, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Pax Anlage AG, Basel, vom 6. Januar 2017, D. 1. b).

„Die Eidgenössische Wettbewerbskommission und die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht haben die Übernahme der Gesellschaft durch die Anbieterin genehmigt und/oder eine Freistellungsbescheinigung erteilt, bzw. sind die diesbezüglichen Wartefristen abgelaufen oder beendet worden.“

Die Bewilligungen wurden noch während der verlängerten Frist erteilt. Die Anbieterin verzichtete dementsprechend auf die Wettbewerbsbedingung in ihrem Angebotsprospekt.

Die Vorteile dieser Lösung sind folgende: (i) Es besteht Klarheit über die Wettbewerbsbedingung im Moment der Publikation des Angebotsprospekts, da die zuständigen Behörden in der Bedingung bekannt gegeben werden; (ii) der Angebotspreis ist den Aktionären seit Publikation der Voranmeldung bekannt und sie haben die Möglichkeit, ihre Aktien am Markt vor der Publikation des Angebotsprospekts zu verkaufen; (iii) die Aktionäre können ihre Aktien nach Publikation des Angebotsprospekts andienen, im Wissen dass der Vollzug nicht wegen der Wettbewerbsbedingung verschoben werden wird.

Diese Lösung lässt das Risiko einer starken Kurssteigerung während der Dauer der wettbewerbsrechtlichen Verfahren auf die Anbieterin übergehen. Wenn die Angebotsfrist läuft und der Vollzug nachher aufgeschoben werden muss, können die Aktionäre nur noch entscheiden, die angedienten Aktien gegebenenfalls auf einer separaten Handelslinie zu verkaufen. Bei einer allfälligen Kurssteigerung wird der Preis auf der separaten Handelslinie aber kaum den Angebotspreis überschreiten.

Wenn die wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen vor der Publikation des Angebotsprospektes erteilt worden sind, kann das Übernahmeverfahren danach seinen Verlauf nehmen. Der Angebotspreis ist bekannt und der Vollzug wird nicht wegen allfälliger wettbewerbsrechtlicher Verfahren aufgeschoben. Die Dauer des Verfahrens ist deutlich absehbarer. Die Sicherheit für alle Teilnehmer steigt. Wenn sich der Börsenkurs zwischen der Publikation der Voranmeldung und der Publikation des Angebotsprospektes stark erhöht, können die Aktionäre im Wissen um alle Fakten ihren Entscheid zum Angebot treffen. Der Anbieter würde so gezwungen, den Angebotspreis den neuen Entwicklungen anzupassen.

Das Angebot an die Aktionäre von Pax Anlage AG war in wettbewerbsrechtlicher Hinsicht nicht so komplex wie die Angebote an die Aktionäre von Syngenta AG oder von gategroup Holding AG. Den Ansatz, die wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen vor der Publikation des Angebotsprospektes und somit vor dem Beginn der Angebotsfrist einzuholen, findet die UEK aber verfolgenswert. Diese Lösung wäre nahe am System der „*pre-conditions in a firm offer*“ gemäss dem englischen Takeover Code. Gemäss Rule 13 des Takover Code kann ein Anbieter nämlich eine „*firm offer*“ publizieren und darin „*pre-conditions*“ vorsehen. Eine der denkbaren „*pre-conditions*“, die der Takeover Panel zulässt, ist insbesondere, wenn die „*clearance*“ einer *Competition and Markets Authority* (CMA) oder der Europäischen Kommission für die Transaktion benötigt wird und/oder wenn eine andere „*official authorisation or regulatory clearance*“ benötigt wird. Diese „*clearance*“ muss zudem (i) materiell sein; (ii) das Angebot muss von der Zielgesellschaft empfohlen werden; und (iii) es muss bewiesen werden, dass die benötigte Zustimmung nicht innerhalb der „*Code timetable*“ erhalten werden kann.¹⁶ Wenn die „*pre-condition*“ nicht erfüllt ist, kann der Anbieter sein Angebot zurückziehen, bevor er überhaupt die Angebotsdokumente veröffentlicht. Diese Regel ermöglicht es dem Anbieter, die nötigen wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen einzuholen, ohne dass der Zeitplan des Angebots verschoben wird. Wenn man die Praxis der „*pre-conditions*“ in der Schweiz anwenden würde, könnte man bspw. erwägen, dass ein Angebot zurückgezogen werden könnte, falls eine wettbewerbsrechtliche Bedingung noch vor der Publikation des Angebotsprospekts nicht eintritt. Wenn die Bewilligungen aber erteilt werden, läuft das Angebot anschliessend gemäss dem Zeitplan der UEV ab, ohne dass ein Aufschub des Vollzuges nötig werden sollte.

b) *Wesentlichkeitsschwellen*

Eine andere Möglichkeit wäre, einen Aufschub des Vollzugs nur zu gestatten, wenn im Markt, für den eine wettbewerbsrechtliche Freistellung erwartet wird, gewisse Wesentlichkeitsschwellen erreicht werden (bspw. ähnliche Schwellen wie bei den MAC Klauseln, siehe hierunten).

¹⁶ The City Code on Takeovers and Mergers, Rule 13.3.

Diese Lösung hätte den Vorteil, dass man nur die Bewilligungen in denjenigen Ländern abwarten müsste, in welchen sich eine wesentliche Problematik aus der Optik des schweizerischen Übernahmerechts stellt. Dieses Vorgehen beantwortet zudem die Frage, wie sich die UEK verhalten würde, wenn eine Behörde einen negativen Entscheid fällt und der Markt in diesem Land gemessen an den massgeblichen Kriterien der Zielgesellschaft und/oder der Anbieterin sehr klein ist. Höchstwahrscheinlich würde die UEK ein solches Verfahren ignorieren und dem Anbieter keine Rückzugsmöglichkeit gewähren.

Das englische Recht bietet hier Hilfestellung. In Verbindung mit der Anrufung von Bedingungen gilt ein so genannter „*materiality test*“, ausser für Bedingungen, die eine Freistellung durch die CMA oder durch die Europäische Kommission benötigen. Eine Ablehnung durch diese Behörden oder eine Auflage (auch eine minimale) ermöglicht es grundsätzlich dem Anbieter, sein Angebot zurückzuziehen. Für alle anderen Wettbewerbsbehörden gilt hingegen der „*materiality test*“. Dieser Test wird im Practice Statement n° 5 des Takeover Panel wie folgt umschrieben:

„The appropriate test for the invocation of a condition is whether the relevant circumstances upon which the offeror is seeking to rely are of material significance to it in the context of the offer – which must be judged by reference to the facts of each case at the time the relevant circumstances arise. In the case of a MAC, or similar, condition, whether the above test is satisfied will depend on the offeror demonstrating that the relevant circumstances are of very considerable significance striking at the heart of the purpose of the transaction“¹⁷.

In der Schweiz könnte man sich beispielsweise an den Wesentlichkeitsschwellen orientieren, die für die MAC Klauseln gültig sind (5% des Umsatzes, 10% EBIT oder EBITDA, 10% des Eigenkapital der Zielgesellschaft oder der kombinierten Zahlen der Zielgesellschaft und der Anbieterin).¹⁸ Ein Aufschub des Vollzuges könnte (in Zukunft) nur gestattet werden, wenn die Anbieterin darlegt, dass die erwarteten Bewilligungen wesentlich für sie sind, m.a.W. dass eine Ablehnung der Übernahme durch die betreffende

¹⁷ Takeover Panel, Practice Statement N° 5, Rule 13.5(a) – Invocation of conditions, 2.

¹⁸ PETER/BOVEY (FN 2), 694 ff.

wettbewerbsrechtliche Behörde die soeben erwähnten Wesentlichkeitsschwellen für die Anbieterin und/oder für die Zielgesellschaft erreichen würde¹⁹.

c) *Erwähnung der wesentlichen Wettbewerbsbehörden in der Bedingung*

Denkbar ist ebenso, dass alle Wettbewerbsbehörden, die im jeweiligen Fall relevant sind, im Vorfeld anhand der Wesentlichkeitsschwellen identifiziert und in der Bedingung erwähnt werden. Die Verschiebung des Vollzugs würde dann nur zugelassen, wenn eine dieser Behörden noch nicht entschieden hat. Es könnte dadurch bspw. verhindert werden, dass sich der Vollzug verzögert, falls eine andere Behörde plötzlich den Fall überprüfen würde. Zudem wäre die Transparenz gewährleistet, da alle relevanten Behörden bereits im Vorfeld bekannt würden.

Neben dem bereits erwähnten Beispiel der Pax Anlage AG²⁰ wurde diese Lösung auch im Angebot der AFG Arbonia-Forster-Holding AG auf Looser Holding AG im Jahr 2016 gewählt. Die Wettbewerbsbedingung lautete damals wie folgt:²¹

„Die Wettbewerbsbehörden Deutschlands, Österreichs und Polens haben die Übernahme der Looser durch die AFG genehmigt oder eine Freistellungsbescheinigung erteilt, oder es sind die diesbezüglichen Wartezeiten abgelaufen oder beendet worden, ohne dass die entsprechenden Wettbewerbsbehörden Auflagen oder Bedingungen verfügt haben, die nach Auffassung eines unabhängigen und international anerkannten Experten, der von der Anbieterin bezeichnet und von der Übernahmekommission akzeptiert wird, einem nachteiligen Ereignis gleichkommen. Ein solches nachteiliges Ereignis läge vor bei

(i) einer Reduktion des konsolidierten Eigenkapitals der Looser um mindestens CHF 20 Mio. (entsprechend ca. 13% des im Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2015 ausgewiesenen konsolidierten Eigenkapitals);

¹⁹ In diesem Sinne siehe auch den Vorschlag von PETER/BOVEY (FN 4), 697 f.

²⁰ S. dazu weiter oben, I.3.a).

²¹ Angebotsprospekt von AFG Arbonia-Forster-Holding AG für alle Looser Holding AG Aktien vom 29. September 2017, B. 8. a).

(ii) einer Reduktion des konsolidierten Nettoumsatzes eines Jahres der Looser im Betrag von mindestens CHF 40 Mio. (entsprechend ca. 9% des im Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2015 ausgewiesenen konsolidierten Nettoumsatzes); oder

(iii) einer Reduktion des konsolidierten EBITDAs eines Jahres der Looser im Betrag von mindestens CHF 12.5 Mio. (entsprechend ca. 19% des im Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2015 ausgewiesenen konsolidierten EBITDAs)“.

Diese Formulierung ist insofern vorteilhaft, als die wettbewerbsrechtlichen Behörden zum einen benannt werden und da die Bedingung nur dann angeufen werden kann, wenn die Massnahme der jeweiligen Behörde eine materielle Auswirkung hätte.

d) Was passiert, wenn eine zuständige (bzw. wesentliche) Behörde am Ende der Nachfrist noch nicht entschieden hat?

Die ständige Praxis der UEK zu dieser Frage wurde im Jahr 2016 etabliert. Eine Formulierung der Bedingungen im Angebot auf gategroup liess den Eindruck entstehen, dass ein Anbieter sein Angebot zurückziehen könnte, wenn gewisse wettbewerbsrechtliche Entscheide am Ende der Angebotsfrist noch nicht vorliegen.

Im Angebot auf gategroup Holding AG wurde beispielsweise die folgende Formulierung gewählt:

„Sofern eine der Bedingungen **(b)**, (d), (e), (f), (g) oder (h) bis zum Datum des Vollzugs **weder erfüllt** ist noch auf solche nicht erfüllten Bedingungen **verzichtet wurde**, ist die Anbieterin berechtigt, **das Angebot als nicht zustande gekommen zu erklären oder** den Vollzug um höchstens vier (4) Monate über den Ablauf der Nachfrist hinaus aufzuschieben.“ (NB: Bedingung b) war die Wettbewerbsbedingung)²²

Das widerspricht der Praxis der UEK. Diese hat in einem Entscheid im Rahmen des Angebots auf gategroup Holding AG festgehalten, dass eine

²² Angebotsprospekt von HNA Aviation (Hong Kong) Air Catering Holding Co., Ltd. für alle gategroup Holding AG Aktien vom 20. Mai 2016, A. 7. 3.

Verschiebung des Vollzugs auf jeden Fall nötig ist, bevor die Anbieterin ihr Angebot infolge Nichteintretens der Bedingung zurückziehen kann.²³

Auf diese Weise vorzugehen liegt nicht im freien Ermessen der Anbieterin. Gemäss Art. 13 Abs. 3 UEV hat diese vielmehr die Pflicht, alle ihr zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit alle Bedingungen des öffentlichen Angebots eintreten. Dazu ist die Anbieterin namentlich verpflichtet, alle Rechtsordnungen, in denen eine Bewilligung, eine Genehmigung oder etwas Ähnliches benötigt wird, rechtzeitig zu identifizieren und sicherzustellen, dass entsprechende Gesuche zeitgerecht eingereicht werden. Falls es entsprechend nicht möglich ist, die massgeblichen Bewilligungen oder Genehmigungen vor dem Vollzugsdatum einzuholen, hat die Anbieterin den Vollzug um vier Monate aufzuschieben. Ob danach ein Rücktritt vom Angebot möglich wäre oder ob das Vollzugsdatum nochmals aufgeschoben werden müsste, entscheidet die UEK im Rahmen einer Interessenabwägung und nicht die Anbieterin alleine.²⁴

Somit verlangt die UEK nun eine leicht angepasste Formulierung in den Prospekten, damit das Gesagte für alle Empfänger des Angebots klar und verständlich ist. Entsprechend wurde die Bedingung neu wie folgt formuliert:

„Sofern die Angebotsbedingung (b) bis zum voraussichtlichen Vollzug weder erfüllt ist, noch auf diese verzichtet wurde, ist die Anbieterin verpflichtet, den Vollzug um bis zu vier (4) Monate über den Ablauf der Nachfrist hinaus aufzuschieben.“

(NB: Bedingung b) war die Wettbewerbsbedingung)²⁵

Die Frage, ob und wann es möglich wäre, sich auf das Nichteintreten der Bedingung zu berufen und das Angebot als nicht zu Stande gekommen zu erklären, wenn eine Behörde nicht entscheidet oder einen negativen Entscheid fällt, wird danach durch die UEK zu prüfen sein.

²³ Verfügung 630/02 vom 18. November 2016 in S. *gategroup Holding AG*, Erw. 1.

²⁴ Verfügung 630/02 vom 18. November 2016 in Sachen *gategroup Holding AG*, Erw. 1. S. auch die Verfügung 624/04 vom 31. Oktober 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 1. 3.

²⁵ Angebotsprospekt von Cardiac Monitoring Holding Company, LLC für alle Lifewatch AG Aktien vom 24. April 2017, B. 9. 3.

4. Generelle Bemerkung zu den Bedingungen

In den letzten Jahren wurden die Bedingungen immer komplexer formuliert. Teilweise ist die Transparenz- und Verständnissgrenze erreicht, wenn nicht sogar überschritten. Schwierig ist es namentlich, wenn die Geltungsdauer der Bedingungen beschrieben wird.²⁶ Es ist der UEK ein Anliegen, dass die Bedingungen zukünftig klarer und verständlicher formuliert werden.²⁷

5. Fazit

Der zukünftige Ansatz, wenn es um die Prüfung der wettbewerbsrechtlichen Bedingungen geht, könnte somit folgender sein:

²⁶ Beispiel gategroup (Prospekt, S. 11 f.): „Die Bedingungen (a) und (c) gelten für den Zeitraum bis zur Publikation des definitiven Zwischenergebnisses (wie in Abschnitt J definiert). Die Bedingungen (b), (f), (g) und (h) gelten für den Zeitraum bis zum Vollzug. Die Bedingungen (d) und (e) gelten für den Zeitraum bis zum Vollzug oder, in Bezug auf die darin vorgesehenen Organbeschlüsse, bis zum Datum, an welchem das jeweils zuständige Organ von gategroup den erforderlichen Beschluss fasst, sofern dieses Datum vor dem Vollzug liegt.

Sofern eine der Bedingungen (a) und (c) oder, sofern das jeweils zuständige Organ von gategroup die Beschlüsse gemäss den Bedingungen (d) und (e) vor Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist fasst, eine der Bedingungen (d) und (e) (in Bezug auf die darin vorgesehenen Organbeschlüsse) bis zum Ende der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist weder erfüllt ist noch auf solche nicht erfüllten Bedingungen verzichtet wurde, hat die Anbeiterin das Recht, das Angebot als nicht zustande gekommen zu erklären.

Sofern eine der Bedingungen (b), (d), (e), (f), (g) oder (h) bis zum Datum des Vollzugs weder erfüllt ist noch auf solche nicht erfüllten Bedingungen verzichtet wurde, ist die Anbieterin berechtigt, das Angebot als nicht zustande gekommen zu erklären oder den Vollzug um höchstens vier (4) Monate über den Ablauf der Nachfrist hinaus aufzuschieben ("Aufschub"). Das Angebot steht während dem Aufschub weiterhin unter den Bedingungen (b), (f), (g) und (h) und, sofern und soweit noch anwendbar (vgl. vorangehende Absätze), den Bedingungen (d) und (e), solange und soweit diese Bedingungen nicht erfüllt sind oder auf deren Erfüllung nicht verzichtet wurde. Die Anbieterin wird das Angebot als nicht zustande gekommen erklären, falls die genannten Bedingungen innerhalb des Aufschubs weder erfüllt sind noch auf deren Erfüllung verzichtet wurde es sein denn, die Anbieterin beantragt und die Übernahmekommission genehmigt eine weitere Verschiebung des Vollzugs“.

²⁷ Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 in S. Micronas Semiconductor Holding AG, Erw. 6.

Zu empfehlen wäre, dass die wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen nach der Publikation der Voranmeldung, aber noch vor der Publikation des Angebotsprospektes eingeholt werden. Eine Verlängerung der sechswöchigen Frist für die Publikation des Angebotsprospekts nach Art. 8 Abs. 1 UEV sollte in solchen Fällen möglich sein, damit alle wettbewerbsrechtlichen Bewilligungen erfüllt sind, bevor der Angebotsprospekt publiziert wird und die Angebotsfrist zu laufen beginnt. Diese Lösung sollte evtl. ermöglichen, das Angebot gemäss dem Zeitplan des Art. 14 UEV durchzuführen und zehn Börsentage nach Ablauf der Nachfrist zu vollziehen. Das würde die Transparenz ebenso wie die (Rechts-)Sicherheit für alle Teilnehmer erhöhen.

Wenn die wettbewerbsrechtlichen Freistellungen im Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospektes noch nicht vorliegen, ist es notwendig, dass der Vollzug aufgeschoben wird, falls eine Wettbewerbsbehörde am Ende der Nachfrist ihren Entscheid noch nicht gefällt hat. In diesem Fall ist es nicht möglich, das Angebot als nicht zu Stande gekommen zu erklären. Der Anbieter muss dann zunächst den Vollzug aufschieben, bis der Entscheid der Wettbewerbsbehörde vorliegt. Den Vollzug könnte man dann jedoch nur aufschieben, wenn *wesentliche* Wettbewerbsbehörden sich noch nicht über die Freistellung der Transaktion ausgesprochen hätten. Die Wesentlichkeit kann dabei anhand von bestimmten Schwellen identifiziert werden. Es wäre ausserdem wünschenswert, wenn diese im Vorfeld in der Bedingung selber erwähnt würden. Bei wettbewerbsrechtlichen Verfahren, welche die Wesentlichkeitsschwellen nicht erreichen, sollte der Vollzug stattfinden, auch wenn diese Verfahren entweder noch nicht beendet wurden oder der entsprechende Entscheid nicht im Sinne der Anbieterin ergangen ist.

II. US-Dollar-Angebote

1. Die Transaktionen Syngenta AG und Actelion Ltd als aktuelle Beispiele

Die öffentlichen Kaufangebote von China National Chemical Corporation für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Syngenta AG²⁸ (*Syngenta-Angebot*) und von Janssen Holding GmbH für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Actelion Ltd²⁹ (*Actelion-Angebot*) gaben der Übernahmekommission die Gelegenheit, die bisher ungeklärte Frage zu beantworten, ob und wenn ja unter welchen Voraussetzungen es einem Anbieter bei einem sog. Kontrollwechsel-Angebot³⁰ gestattet ist, für einen Titel, welcher in CHF gehandelt wird³¹, einen Angebotspreis in US-Dollar (*USD*) zu offerieren.

2. Problematik: Transparenz und Gleichbehandlung

Art. 45 Abs. 1 FinfraV-FINMA, der die Abgeltung des Angebotspreises zum Gegenstand hat, äussert sich nicht zur Frage, ob der Angebotspreis zwingend in CHF fixiert werden muss oder ob auch eine ausländische Währung offeriert werden kann. Die Bestimmung sieht lediglich vor, dass der Angebots-

²⁸ Vgl. Angebotsprospekt vom 8. März 2016, abrufbar unter <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0624>.

²⁹ Vgl. Angebotsprospekt vom 16. Februar 2017, abrufbar unter <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0652>.

³⁰ Ein Kontrollwechsel-Angebot ist ein Angebot, welches Beteiligungspapiere umfasst, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslöst (Art. 9 Abs. 6 UEV).

³¹ Werden die vom Angebot erfassten Beteiligungspapiere bereits börslich in der betreffenden Fremdwährung gehandelt, so ist es gemäss Praxis der Übernahmekommission ohne Weiteres zulässig, den Angebotspreis in dieser Fremdwährung anzubieten (vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 2.1).

preis „durch Barzahlung oder durch Tausch gegen Effekten geleistet werden kann“.³²

Fremdwährungsangebote sind in mehrfacher Hinsicht problematisch: Sie belasten die Angebotsempfänger mit dem Währungsrisiko und den Transaktionskosten bzw. -gebühren sowie den Wechselkursmargen (Wechselkosten). Dies tangiert Prinzipien des Übernahmerechts, namentlich die Gebote der Transparenz und der Gleichbehandlung. So ist insbesondere für andienende Kleinanleger nicht ohne Weiteres ersichtlich, dass sie bis zum Zeitpunkt des Angebotsvollzugs ein Währungsrisiko eingehen. Zudem erfordert die Bewertung des Angebotspreises eine Umrechnung, deren genaue Parameter überdies erst nach der Andienung feststehen. Im Falle eines Konkurrenzangebots erschwert dies die Vergleichbarkeit der beiden Angebote. Im Weiteren wird bei Fremdwährungsangeboten die Transparenz hinsichtlich der Einhaltung der *Best Price Rule* erschwert. In Bezug auf die Gleichbehandlung ist problematisch, dass anfallende Wechselkosten je nach Grösse des Wechselbetrages variieren; institutionelle Anleger erhalten i.d.R. andere Devisenkurse als Kleinanleger.³³

Für eine Zulassung von Fremdwährungsangeboten spricht hingegen der Umstand, dass es einem Anbieter bei einem Kontrollwechsel-Angebot sogar gestattet ist, den Angebotspreis durch Tausch gegen ausländische Effekten zu bezahlen (Art. 9 Abs. 6 UEV i.V.m. Art. 45 Abs. 1 FinfraV-FINMA). Den Anlegern wird dabei zugemutet, das Kursrisiko zu tragen – wobei dies letztlich ein inhärentes Anlegerrisiko ist, das für die Anlage in die Zielgesell-

³² In der Lehre wird die Frage nur am Rande gestreift: GERICKE/WIEDMER (FN 5), Rn 25 zu Art. 5 und CR CO II-RASHID BAHAR, Art. 24 LBVM Rn 26 halten ein Barangebot in ausländischer Währung für zulässig, ohne dies jedoch zu begründen. Andere Autoren weisen in genereller Weise darauf hin, dass der Anbieter bei einem freiwilligen Angebot Art und Höhe des Angebotspreises frei bestimmen könne (HÖHN JAKOB/LANG CHRISTOPH G./ROELLI SEVERIN, *Öffentliche Übernahmen*, Basel 2011, 302, Rn 454).

³³ Z.T. haben ausländische Gesetzgeber auf die besondere Gefährdungslage bei Fremdwährungsangeboten reagiert. So schreibt etwa das deutsche Übernahmerecht vor, dass Barangebote, die auf den Erwerb der Kontrolle gerichtet sind, zwingend in der Landeswährung (Euro) erfolgen müssen. Eine Geldleistung in einer anderen Währung ist nicht zulässig (§ 31 Abs. 2 WpüG; statt vieler: Münchener KommentarAktG, WACKERBARTH ULRICH, 3. Aufl. 2011, WpÜG § 31 Rn 57).

schaft gleichermaßen besteht. Sofern die Angebotsempfänger den Tauschtitel wieder verkaufen, tragen sie aber auch die Wechselkosten und das Währungsrisiko. Letzterem können sie immerhin insoweit begegnen, als sie autonom über den Verkaufszeitpunkt entscheiden, während sich z.B. bei einem US-Dollar-Angebot Anleger ohne USD-Kontobeziehung bei der geschäftsführenden Bank automatisch mit einem Währungsumtausch im Vollzugszeitpunkt konfrontiert sehen dürften. Darüber hinaus müssen die Empfänger eines Tauschangebots unter Umständen weitere Risiken in Kauf nehmen, z.B. die Volatilität und erschwerte Handelbarkeit des Tauschtitels, falls dieser illiquid ist. Der Gesetzgeber hat dies alles jedoch in Kauf genommen und sieht die Angebotsempfänger dadurch ausreichend geschützt, dass sie die Möglichkeit haben, ein Kontrollwechsel-Angebot im Fall eines als nicht attraktiv empfundenen Angebotspreises durch das Nichtandienen ihrer Aktien auszuschlagen. Ferner können sie – sofern es sich um grössere und institutionelle Anleger handelt – zur Minimierung von Währungsrisiken auch eigene Absicherungsgeschäfte tätigen, wenn sie das Angebot annehmen wollen und an dessen Zustandekommen glauben.

3. Praxis der Übernahmekommission

Gestützt auf diese Überlegungen entschied die Übernahmekommission, US-Dollar-Angebote im Grundsatz zuzulassen. Entscheidend war dabei u.a. der Umstand, dass es sich beim USD um die weltweit meistgehandelte (Leit-, Transaktions- und Reserve-)Währung handelt.³⁴

Zusätzlich müssen US-Dollar-Angebote jedoch die folgenden weitere Voraussetzungen erfüllen bzw. Auflagen einhalten:

a) Aussergewöhnlich grosses Transaktionsvolumen

US-Dollar-Angebote sind nur zulässig, wenn es wegen der Grösse des Transaktionsvolumens des Angebots und angesichts des vergleichsweise kleinen

³⁴ Vor diesem Hintergrund kommt neben dem USD wohl nur noch der Euro als Währung für ein Fremdwährungsangebot in Frage.

CHF-Marktes faktisch undurchführbar ist, die Transaktion in CHF zu finanzieren.

Dies wurde von der Übernahmekommission bejaht sowohl für das Syngenta-Angebot mit einem Transaktionsvolumen von rund CHF 45 Mrd. (das Syngenta-Angebot bezog sich auf insgesamt 92 Mio. Syngenta-Aktien bei einem Angebotspreis von USD 465) als auch für das Actelion-Angebot mit einem Transaktionsvolumen von über CHF 30 Mrd. (das Actelion-Angebot bezog sich auf 107 Mio. Actelion-Aktien bei einem Angebotspreis von USD 280).

b) Liquider Titel

Im Weiteren muss es sich bei den vom Angebot erfassten Beteiligungspapieren um einen liquiden Titel handeln. Diese Voraussetzung soll sicherstellen, dass Angebotsempfänger, welche allfällige Währungsrisiken nicht in Kauf nehmen möchten, ihre Titel vorab am Markt verkaufen können, statt diese ins Angebot anzudienen.

c) Umtauschmöglichkeit

Zudem muss für Retail-Anleger³⁵ mit Basiswährung CHF im Rahmen des Vollzugs eine Umtauschmöglichkeit von USD in CHF bereitgestellt werden, welche privat investierende natürliche Personen in Bezug auf die Wechselkosten den übrigen Anlegern gleichstellt. Diese Auflage gilt als erfüllt, wenn eine Umtauschmöglichkeit privat investierenden natürlichen Personen zur Verfügung gestellt wird, die ihre Aktien im Zeitpunkt der Andienung in einem Depot bei einer Bank in der Schweiz halten und eine bestimmte Maximalzahl von Aktien nicht überschreiten.³⁶

³⁵ Die Bezeichnung „Retail-Anleger“ wurde in der Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 2.4 verwendet. Sie ist jedoch missverständlich und hat keine selbständige Bedeutung. Entscheidend ist nur (aber immerhin), dass die betreffenden Aktionäre die Voraussetzungen gemäss der erwähnten Praxis erfüllen.

³⁶ Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 10.

Beim Syngenta-Angebot betrug diese Maximalzahl 500 Syngenta-Aktien (dies entsprach angesichts des Angebotspreises einem Gegenwert von USD 232'500) und beim Actelion-Angebot 1'000 Actelion-Aktien (entsprechend ca. USD 280'000).

Sowohl beim Syngenta- als auch beim Actelion-Angebot zeigte sich, dass die Umtauschmöglichkeit einem Bedürfnis der (Klein-)Anleger entspricht: Unter dem Syngenta-Angebot wurde die Umtauschmöglichkeit für rund 3.5 Mio. Syngenta-Aktien in Anspruch genommen (= ca. USD 1.63 Mrd.),³⁷ unter dem Actelion-Angebot für rund 1.31 Mio. Actelion-Aktien (= ca. USD 367 Mio.).³⁸

d) *Hinweis auf Währungsrisiken*

Schliesslich muss der Anbieter im Angebotsprospekt explizit und an prominenter Stelle auf die mit dem Angebot verbundenen Währungsrisiken hinweisen.

e) *US-Dollar-Angebote und die Best Price Rule*

Typischerweise wird ein Anbieter nach dem Vollzug eines Angebots weitere Aktien der Zielgesellschaft (börslich) erwerben wollen, um möglichst rasch die Schwellen von 90% bzw. 98% der Stimmrechte der Zielgesellschaft zu erreichen, welche für ein *Squeeze-out Merger* nach Fusionsgesetz³⁹ bzw. ein Kraftloserklärungsverfahren nach Art. 137 FinfraG Voraussetzungen sind.

Bei einem US-Dollar-Angebot ist der in USD offerierte Angebotspreis auch für die *Best Price Rule* massgebend. Da die Titel, welche Gegenstand des Angebotes sind, börslich jedoch in CHF gehandelt werden, stellt sich für einen Anbieter, der Titel ausserhalb des Angebotes oder nach dessen Vollzug

³⁷ Insgesamt wurden in das Syngenta-Angebot rund 87 Mio. Syngenta-Aktien angeeignet (= 94% des Kapitals).

³⁸ Insgesamt wurden in das Actelion-Angebot rund 99 Mio. Actelion-Aktien angeeignet (= 91% des Kapitals).

³⁹ Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG) vom 3. Oktober 2003.

erwerben will, die Frage, welchen Preis er in CHF bezahlen darf, ohne dabei die *Best Price Rule* zu verletzen. Es stellt sich mit anderen Worten die Frage nach dem massgebenden USD-CHF-Wechselkurs.

Gemäss einer nicht veröffentlichten Auskunft des Sekretariats der Übernahmekommission⁴⁰ ist es zulässig bzw. im Einklang mit der *Best Price Rule*, wenn bei einem börslichen Erwerb wie folgt vorgegangen wird:

- Bei der Auftragserfassung kann auf den letzten verfügbaren USD-CHF-Mittelkurs von Bloomberg abgestellt werden.⁴¹ Dieser Wechselkurs wird alle 30 Minuten angepasst.
- Für Orders, die vor der Eröffnungsauktion eines Handelstages ins System eingegeben werden, ist der Wechselkurs um 08:30 Uhr MEZ massgebend. Spätere Orders (d.h. solche, die nach 09:00 Uhr ins System eingegeben werden) müssen auf der Basis des Wechselkurses zur letzten vollen bzw. halben Stunde (09:00, 09:30 Uhr usw.) eingegeben werden.
- Alle Orders können nur für den betreffenden Handelstag eingegeben werden, d.h. müssen am Folgetag neu ins System eingegeben werden.

Die Übernahmekommission verlangt zudem, dass die getätigten Käufe einmal wöchentlich der Übernahmekommission und der Prüfstelle gemeldet werden, indem *Screenshots* und *Excel Files* der erfassten Aufträge und Screenshots aus Bloomberg der zugrundeliegenden USD-CHF-Wechselkurse eingereicht werden.

⁴⁰ Solche Sekretariatsauskünfte sind für die Übernahmekommission nicht bindend (Art. 55 Abs. 5 UEV).

⁴¹ Dieser Wechselkurs ist bei Bloomberg mit der Funktion *QR (Quote Recap) USDCHF Currency* für den betreffenden Zeitpunkt aufrufbar.

III. Transaktionsmeldungen bei öffentlichen Angeboten

1. Ausgangslage

Art. 134 FinfraG statuiert eine im Vergleich zur Meldepflicht nach Art. 120 FinfraG verschärfte Meldepflicht von Beteiligungen an börsengehandelten Titeln während öffentlichen Kaufangeboten i.S.v. Art. 125 ff. FinfraG. So muss nach Art. 134 Abs. 1 FinfraG der Anbieter oder wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von mindestens drei Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft oder gegebenenfalls einer andern Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, verfügt, von der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ablauf der Angebotsfrist der UEK und den Börsen, an denen die Papiere kotiert sind, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren dieser Gesellschaft melden.

Die UEK kann sodann gestützt auf Art. 134 Abs. 3 FinfraG Personen derselben Pflicht unterstellen, die von der Veröffentlichung des Angebots an bis zum Ablauf der Angebotsfrist direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten einen gewissen Prozentsatz von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft oder einer anderen Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, kauft oder verkauft. Ausserdem erlässt die UEK gemäss Art. 134 Abs. 5 FinfraG Bestimmungen über Umfang, Form und Frist der Meldung und den für die Anwendung von Art. 134 Abs. 3 FinfraG relevanten Prozentsatz.

Die entsprechend von der UEK erlassenen Regeln finden sich im achten Kapitel der UEV, und zwar in den Art. 38-43 UEV. Nach Art. 38 lit. a UEV müssen ab der Veröffentlichung eines Angebotes bis zum Ende der Nachfrist alle Verfahrensparteien alle von ihnen getätigten Transaktionen in Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft und in den sich auf sie beziehenden Beteiligungsderivaten der UEK und der zuständigen Offenlegungsstelle melden. In Art. 39 lit. a UEV hat die UEK die Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG präzisiert. Der Meldepflicht unterliegen demnach Personen, die *„direkt oder indirekt über eine Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, der Zielgesellschaft oder der Gesellschaft, deren Effekten zum Tausch angeboten werden“*, verfügen.

Art. 40 UEV sieht sodann vor, dass Art. 10-19 FinfraV-FINMA „auf die Meldepflicht dieses Kapitels sinngemäss anwendbar“ sind. Entsprechend sind folgende Normen auf die Meldepflicht i.S.v. Art. 134 FinfraG analog anwendbar:

- Art. 10 FinfraV-FINMA, in dem die Grundsätze der Meldepflicht festgehalten werden, darunter namentlich die Pflicht des „wirtschaftlich Berechtigten“ i.S.v. Art. 10 Abs. 1 FinfraV-FINMA, die Meldung zu erstatten.
- Art. 11 FinfraV-FINMA, in dem festgehalten wird, wie bei einem indirekten Erwerb oder einer indirekten Veräusserung Meldung zu erstatten ist.
- Art. 12 FinfraV-FINMA, der Regeln über das Handeln in gemeinsamer Absprache enthält.
- Art. 13 FinfraV-FINMA, wo festgehalten wird, in welchem Zeitpunkt die Meldepflicht entsteht.
- Art. 14 FinfraV-FINMA betreffend die Berechnung der Positionen, die zu melden sind.
- Art. 15 FinfraV-FINMA betreffend die Offenlegung von Beteiligungsderivaten.
- Art. 16 FinfraV-FINMA, der diverse weitere Tatbestände enthält, die zu melden sind.
- Art. 17 FinfraV-FINMA, in welchem die Meldepflicht bei der Effektenleihe und bei vergleichbaren Geschäften statuiert wird.
- Art. 18 FinfraV-FINMA, der die Meldepflicht im Fall von kollektiven Kapitalanlagen statuiert und konkretisiert.
- Art. 19 FinfraV-FINMA mit diversen speziellen Regelungen betreffend Banken und Effektenhändlern.

Art. 20 Abs. 1 FinfraV-FINMA sieht ferner vor, dass ab der Veröffentlichung der Voranmeldung eines Übernahmeangebots oder des entsprechenden Angebotsprospekts bis zum Ende der Nachfrist für die in dieser Bestimmung aufgezählten Personen ausschliesslich die von der UEK gestützt auf Art. 134

Abs. 5 FinfraG erlassenen Meldepflichten gelten. Zu meldende Sachverhalte, die sich während des Übernahmeverfahrens ereignet haben, sind nach Ende der Nachfrist gemäss den Bestimmungen der FinfraV-FINMA zu melden (Art. 20 Abs. 2 FinfraV-FINMA).

Nach Art. 42 UEV müssen schliesslich die Meldungen *„spätestens um 12.00 Uhr am der Transaktion folgenden Börsentag bei der Übernahmekommission und bei der zuständigen Offenlegungsstelle eintreffen.“*

Abschliessend sei erwähnt, dass nach Art. 151 Abs. 1 lit. b FinfraG mit *„Busse bis zu 10 Millionen Franken“* bestraft wird, *„wer vorsätzlich (...) als Inhaberin oder Inhaber einer qualifizierten Beteiligung an einer Zielgesellschaft den Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren dieser Gesellschaft nicht meldet (Art. 134 FinfraG).“* Abs. 2 von Art. 151 FinfraG bestimmt zudem, dass derjenige, welcher fahrlässig handelt, *„mit Busse bis zu 100 000 Franken bestraft“* wird.

2. Rechtsfragen

Das Sekretariat der UEK ist des Öfteren mit den beiden folgenden Fragen konfrontiert:

- Wird eine Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG ausgelöst, wenn im Rahmen eines öffentlichen Angebots eine Person keine oder weniger als drei Prozent der Stimmrechte in Aktien hält, sondern nur Beteiligungsderivate i.S.v. Art. 2 lit. b UEV i.V.m. Art. 15 FinfraV-FINMA im meldepflichtigen Umfang?⁴²
- Wird eine Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG ausgelöst, wenn im Rahmen eines öffentlichen Angebots eine Person weniger als drei Prozent

⁴² So bspw. wenn eine Person zwischen (a) 0% und 2.99% der Stimmrechte in Aktien der Zielgesellschaft hält *und* (b) dazu noch eine unbestimmte Anzahl an Derivaten auf die Zielgesellschaft. Auf jeden Fall machen bei diesem Beispiel (a) und (b) zusammengerechnet mehr als 3.00% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft aus.

der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält und die Schwelle von drei Prozent erstmals während des öffentlichen Angebots überschreitet?⁴³

Nachfolgend sollen die bestehenden Lehrmeinungen zu den erwähnten Fragen vorgestellt und die derzeitige Ansicht der UEK wiedergegeben werden.

3. Rechtliches

a) *Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG i.V.m. Art. 39 lit. a UEV bei Transaktionen in Beteiligungsderivaten*

Es stellt sich die Frage, ob eine Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG ausgelöst wird, wenn im Rahmen eines öffentlichen Angebots eine Person keine Beteiligungspapiere oder Beteiligungsrechte, die weniger als drei Prozent der Stimmrechte ausmachen, hält, sondern nur Beteiligungsderivate i.S.v. Art. 2 lit. b UEV i.V.m. Art. 15 FinfraV-FINMA.

Der Wortlaut von Art. 134 Abs. 1 FinfraG spricht von einer Meldepflicht, wenn „*Beteiligungspapiere*“ betroffen sind. Art 2 lit. i FinfraG spricht von „*Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder von anderen Beteiligungspapieren*“ und definiert solche Titel als Beteiligungspapiere. Art. 38 Abs. 1 lit. a UEV unterstellt sodann ausdrücklich auch Transaktionen in Beteiligungsderivaten der Meldepflicht.

In der Lehre findet sich bei GERICKE/WIEDMER die Ansicht, dass der in Art. 134 Abs. 1 FinfraG verwendete Begriff der Beteiligungspapiere weiter zu verstehen ist und auch Beteiligungsderivate i.S.v. Art. 2 lit. b UEV erfasst – das, auch wenn solche Transaktionen nicht vom Wortlaut des Gesetzes abgedeckt sind. „*Aufgrund der Entstehungsgeschichte und des Normzwecks (...) ist jedoch davon auszugehen, dass der hier verwendete Begriff der Be-*

⁴³ So bspw., wenn eine Person am Tag 1 hält eine Person 2.99% der Stimmrechte der Zielgesellschaft in Aktien hält. Am Tag 2 wird ein öffentliches Angebot auf die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft publiziert. Am Tag 3 erwirbt dieselbe Person z.B. 30% oder mehr der Stimmrechte der Zielgesellschaft in Aktien.

teiligungspapiere weiter zu verstehen ist“ und auch Beteiligungsderivate umfasst, heisst es dort.⁴⁴

Ferner findet sich bei LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI die Äusserung, dass es „*fraglich*“ sei, „*ob sich die Regelung von Art. 38 Abs. 1 lit. a UEV mit Bezug auf die dort erwähnten Beteiligungsderivate tatsächlich auf eine genügende gesetzliche Grundlage stützen lässt.*“⁴⁵ Diese Autoren vertreten die Meinung, dass es wünschenswert wäre, „*wenn der Gesetzgeber Beteiligungsderivate explizit in Art. 134 Abs. 1 FinfraG als meldepflichtige Instrumente aufführen würde.*“⁴⁶

Ebenso als „*fraglich*“ erscheint es für REUTTER/ROTH PELLANDA,⁴⁷ ob die gesetzliche Grundlage der Regelung von Art. 38 Abs. 1 UEV ausreichend ist. Sie führen aber ebenfalls aus, dass es dem Sinn und Zweck einer umfassenden Transparenz entspricht, auch Beteiligungsderivate offenzulegen. Ohne den Einbezug von diesen wäre es „*kaum möglich*“, „*Rückschlüsse auf den tatsächlichen Beteiligungsaufbau bzw. -abbau*“⁴⁸ zu ziehen.

Ungeachtet der zitierten Lehrmeinungen stellt sich weiterhin die Frage, wie mit Blick auf Art. 134 FinfraG zu verfahren ist, wenn eine Person gar keine Beteiligungspapiere oder nur solche, die weniger als drei Prozent der Stimmrechte ausmachen, hält. Die UEK sieht eine Möglichkeit darin, dass in einem solchen Fall keine Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG entstehen sollte. Das könnte aus dem Wortlaut von Art. 134 Abs. 1 FinfraG geschlossen werden, der die Meldepflicht an eine „*Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte*“ knüpft. Hielte somit eine Person weniger als eine entsprechende „*Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte*“, so fiel sie gar nicht erst in den Anwendungsbereich von Art. 134 FinfraG. Mithin dürfte

⁴⁴ GERICKE/WIEDMER (FN 5), N 19 zu Art. 38 UEV.

⁴⁵ CATRINA LUCHSINGER GÄHWILER/ROGER AMMANN/MARK MONTANARI (in: Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz FinfraG, Zürich/Basel/Genf 2017), N 53 zu Art. 134 FinfraG m.w.H.

⁴⁶ LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI (FN 45), a.a.O.

⁴⁷ REUTTER THOMAS/ROTH PELLANDA KATJA, in: Kommentar zum Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl., Basel 2011, N 33 zu Art. 31 BEHG.

⁴⁸ REUTTER/ROTH PELLANDA (FN 47), a.a.O.

sie nicht meldepflichtig sein, unabhängig davon, wie hoch ihre Beteiligung in Beteiligungsderivaten ist, könnte dann argumentiert werden.

Dies könnte unabhängig davon gelten, dass Art. 120 Abs. 1 FinfraG, der die gewöhnliche Meldepflicht regelt, eine Meldepflicht annimmt, wenn der „Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 oder 66 2/3 Prozent der Stimmrechte“ tangiert wird. Bezüglich der Meldepflicht i.S.v. Art. 120 FinfraG sieht Art. 15 FinfraV-FINMA eine spezielle Regelung der Offenlegung von Beteiligungsderivaten vor, die darauf direkt anwendbar ist. Bei der Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG hingegen wäre deren Konkretisierung in Art. 38-43 UEV direkt anwendbar. Und in den Art. 38 f. UEV wird die Frage behandelt, wer jeweils meldepflichtig i.S.v. Art. 134 FinfraG ist oder sein kann.

Ausserdem könnte die Ansicht vertreten werden, dass diese Auslegung durch den Wortlaut von Art. 38 und Art. 39 UEV gestützt wird. Während Art. 38 UEV die „Meldepflicht der Parteien“ im Übernahmeverfahren regelt, reguliert Art. 39 UEV die „Meldepflicht der bedeutenden Aktionärinnen und Aktionäre“. Diese beiden Artikel der UEV könnten so verstanden werden, dass sie statuieren, wer überhaupt der Meldepflicht i.S.v. Art. 134 FinfraG unterliegt. Damit würden sie den Begriff der „Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte“ i.S.v. Art. 134 Abs. 1 FinfraG konkretisieren. Da der entsprechende Ingress des Art. 39 UEV lediglich von einer Meldepflicht der bedeutenden „Aktionäre“ spricht und Inhaber von Beteiligungsderivaten nicht erwähnt, könnte die Meinung vertreten werden, dass keine entsprechende Meldepflicht entstehen sollte, wenn eine Partei weniger als drei Prozent an Aktien hält.

b) *Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG i.V.m. Art. 39 lit. a UEV von Inhabern von weniger als drei Prozent der Stimmrechte*

Gemäss Art. 134 Abs. 1 FinfraG ist u.a. derjenige meldepflichtig, der „über eine Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte (...) verfügt“. Nach Art. 39 lit. a UEV sind Personen meldepflichtig, die „direkt oder indirekt über eine Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, der Zielgesellschaft oder der Gesellschaft, deren Effekten zum Tausch angeboten werden“, verfügen.

Zu prüfen ist die Frage, ob eine Meldepflicht i.S.v. Art. 134 FinfraG ausgelöst wird, wenn im Rahmen eines öffentlichen Angebots eine Person weniger als drei Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält und die Schwelle von drei Prozent erstmals während des öffentlichen Angebots überschreitet.

In der Lehre sind mit Bezug auf die zu untersuchende Frage keine Stellungnahmen zu finden. Es wird in der Literatur einzig auf die Frage eingegangen, ob die Beteiligung von drei Prozent bereits im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung oder des Angebotsprospektes bestehen muss. Diesbezüglich ist sich die h.L. einig: Meldepflichtig wird auch derjenige, welcher die Schwelle von drei Prozent erst überschreitet, nachdem das Angebot lanciert wurde, aber dies noch während dem Verlauf der Angebotsfrist oder der Nachfrist tut.

Selbst wenn der Wortlaut von Art. 134 Abs. 1 FinfraG und von Art. 39 lit. a UEV nur Personen der Meldepflicht unterstellt, die bereits „über eine Beteiligung von 3 Prozent der Stimmrechte“ verfügen, ist die UEK der Ansicht, dass auch Personen mit niedrigeren Beteiligungen sowie auch Personen, die gar keine Aktien der jeweiligen Gesellschaft halten, eine Meldung erstatten müssen, wenn sie die Schwelle von drei Prozent der Stimmrechte tangieren, sei dies durch den Erwerb von Aktien oder infolge Ausübung eines Beteiligungsderivats. Die Meinung, wonach die Meldepflicht i.S.v. Art. 134 FinfraG durch jegliches Tangieren der Schwelle von drei Prozent der Stimmrechte ausgelöst wird, ergibt sich aus dem Sinn und Zweck der entsprechenden Meldepflicht. Es wäre schwer vorstellbar und kaum nachvollziehbar, dass eine Partei gar keine Meldung i.S.v. Art. 134 FinfraG während eines öffentlichen Angebots erstatten soll, die zuvor nicht bereits eine Meldung i.S.v. Art. 120 FinfraG erstattet hat. Der Wortlaut von Art. 134 Abs. 1 FinfraG und von Art. 39 lit. a UEV kann u.E. nicht beabsichtigen, eine Meldepflicht während eines öffentlichen Angebots für einen Fall abzuschaffen, in welchem die Regelmeldepflicht nach Art. 120 FinfraG bestanden hätte. Die Konsequenz könnte sein, dass das erstmalige Überschreiten der Schwelle von drei Prozent der Stimmrechte während eines laufenden öffentlichen Angebots für dessen Dauer nicht meldepflichtig wäre, zumal die Regelmeldepflicht nach Art. 120 FinfraG gemäss Art. 20 Abs. 1 und 2 FinfraV-FINMA während dem Angebot nicht anwendbar ist. Wäre dem so, könnte eine Transaktion über bspw. 30 Prozent der Aktien und Stimmrechte während eines laufenden Angebots von einer Partei, die nicht unter die melde-

pflichtigen Personen i.S.v. Art. 38 UEV fällt, abgeschlossen werden, ohne eine Meldung nach Art. 134 FinfraG erstatten zu müssen. Das erscheint fragwürdig. Es muss sich entsprechend um ein gesetzgeberisches Versehen bei der Redaktion von Art. 134 Abs. 1 FinfraG und von Art. 39 lit. a UEV handeln. Die UEK empfiehlt entsprechend in solchen Fällen, eine Meldung i.S.v. Art. 134 FinfraG zu erstatten.

4. Fazit

Die UEK befindet sich zur Zeit in Gesprächen mit der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange, dem Eidgenössischen Finanzdepartement EFD und der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, um eine koordinierte Auslegung der Meldepflicht i.S.v. Art. 134 FinfraG zu gewährleisten, die sich in das System des Börsengesellschaftsrechts einfügt. Mögliche Auslegungen der beiden sich hier stellenden Fragen könnten von Seiten der UEK derzeit sein:

- Meldepflichtig nach Art. 134 FinfraG i.V.m. 38 und 39 UEV ist nur, wer mindestens 3 Prozent der Stimmrechte in Aktien hält. Beteiligungsderivate i.S.v. Art. 2 lit. b UEV i.V.m. Art. 15 FinfraV-FINMA werden bei der Berechnung dieser Schwelle nicht berücksichtigt.
- Selbst wenn der Wortlaut von Art. 134 Abs. 1 FinfraG und von Art. 39 lit. a UEV nur Personen der Meldepflicht unterstellt, die bereits „*mindestens 3 Prozent der Stimmrechte*“ halten bzw. „*über eine Beteiligung von 3 Prozent der Stimmrechte*“ verfügen, müssen auch Personen mit niedrigeren Beteiligungen sowie Personen, die gar keine Aktien der jeweiligen Gesellschaft halten, eine Meldung erstatten müssen, wenn sie die Schwelle von 3 Prozent der Stimmrechte während der massgeblichen Periode tangieren.

IV. Aktienrückkaufprogramme

1. Der Weg zur Dutch Auction

Mit Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG* stellte die UEK erstmalig ein Aktienrückkaufprogramm frei, bei dem der Rückkaufpreis im Rahmen einer sog. *Dutch Auction*⁴⁹ (zu deutsch: holländisches Auktionsverfahren) festgelegt wurde.

a) *Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen AP Alternative Portfolio AG*

Die an der BX Berne eXchange kotierte Investmentgesellschaft AP Alternative Portfolio AG, deren Aktien illiquid im Sinne des UEK-RS Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (Stand am 1. Januar 2016) waren und unter dem *Net Asset Value (NAV)* der Aktien von AP Alternative Portfolio AG handelten, erwog, eigene Aktien im Umfang von max. CHF 12 Mio. (entsprechend max. 42'105 AP-Aktien oder rund 6.6% des Aktienkapitals) (nachfolgend das *angestrebte Rückkaufvolumen*) zurückzukaufen.⁵⁰

Der beim Vollzug des Rückkaufs an die Berücksichtigung findenden Aktionäre zu bezahlende einheitliche Rückkaufpreis für die unter dem Aktienrückkaufprogramm angedienten Aktien von AP Alternative Portfolio AG sollte dabei innerhalb einer von AP Alternative Portfolio AG vorgegebenen

⁴⁹ Der Begriff der *Dutch Auction* geht auf eine Methode zum Verkauf von Blumen zurück, welche von den Niederländern im 17. Jahrhundert entwickelt wurde (vgl. ANITA I. ANAND, *Regulating Issuer Bids: The Case of the Dutch Auction*, (2000) 45 McGill L.J. 136).

⁵⁰ GOTSCHEV GEORG/NAGEL MARC D., *Die Praxis der Übernahmekommission im Jahr 2016*, SZW 2017, 504 sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Sachverhalt Bst. A und B.

Spannweite von CHF 285 bis CHF 306⁵¹ liegen und mittels einer so genannten *Dutch Auction* bestimmt werden.⁵²

Zu diesem Zweck sollte jeder andienungswillige Aktionär ein Verkaufsangebot abgeben und AP Alternative Portfolio AG entsprechend innert einer bestimmten Frist mitteilen, wie viele Aktien von AP Alternative Portfolio AG er zu welchem Preis innerhalb der vom Verwaltungsrat von AP Alternative Portfolio AG angegebenen Spannweite zu verkaufen bereit war.⁵³ Der Rückkaufpreis sollte sodann gestützt auf die Verkaufsangebote der Aktionäre identisch so festgelegt werden, dass das gesamte angestrebte Rückkaufvolumen an die anbietenden Aktionäre ausbezahlt und die entsprechende gesamte Anzahl Aktien von AP Alternative Portfolio AG zum tiefstmöglichen Rückkaufpreis durch AP Alternative Portfolio AG erworben werden konnte.⁵⁴

In der Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG* hielt die UEK mit Blick auf das hiervor beschriebene, beabsichtigte Rückkaufprogramm fest, dass die *Dutch Auction* sowohl Aspekte der Rückkäufe zum Marktpreis als auch derjenigen zum Festpreis enthalte, und gelangte zur Ansicht, dass die Charakteristika der Letzteren (insbesondere die Dauer und der identische Rückkaufpreis) überwiegen würden.⁵⁵ Entsprechend prüfte die UEK das *Dutch Auction*-Verfahren mit Blick auf (i) die Bestimmungen, die sich auf Aktienrückkäufe zum Festpreis beziehen bzw. (ii) die Einhaltung der in Art. 4 Abs. 2 UEV genannten Grundsätze

⁵¹ Entsprechend einem *Discount* von ca. fünf bis zwölf Prozent gegenüber dem *NAV* der Aktien von AP Alternative Portfolio AG.

⁵² GOTSCHEV/NAGEL (FN 50), a.a.O sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 2, Rn 5.

⁵³ GOTSCHEV/NAGEL (FN 50), a.a.O sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 2, Rn 6.

⁵⁴ GOTSCHEV/NAGEL (FN 50), 504 f. sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 2, Rn 5.

⁵⁵ GOTSCHEV/NAGEL (FN 50), 505 sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 3, Rn 9.

(Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit, Treu und Glauben bzw. Umgehung).⁵⁶

Die UEK stellte fest, dass dem Gleichbehandlungsgrundsatz genüge getan sei: Mit der vorgegebenen Preisspanne enthalte, das *Dutch Auction*-Rückkaufprogramm einen minimalen Rückkaufpreis, welcher als verbindliche Preisuntergrenze das „funktionale Äquivalent eines Angebots zum Festpreis“ bilde. Falls das gesamte angestrebte Rückkaufvolumen zum minimalen Rückkaufpreis abgesetzt werden könne, würde eine allfällige notwendig werdende proportionale Kürzung alle zu diesem minimalen Rückkaufpreis andienenden Aktionäre in gleichem Mass treffen. Lediglich Aktionäre, die versuchten, ihre Aktien zu einem höheren Preis abzusetzen, würden Gefahr laufen, ihre Aktien nicht andienen zu können, womit die Gleichbehandlung gewissermassen in der Hand eines jeden einzelnen Aktionärs liege.⁵⁷

Sodann wurde geprüft, ob es mit den Grundsätzen der Transparenz und der Lauterkeit vereinbar sei, dass der tatsächlich bezahlte Rückkaufpreis erst nach Durchführung der *Dutch Auction* genau bestimmbar ist. Die UEK stellte fest, dass jeder Aktionär seine Aktien im Wissen um den minimalen Rückkaufpreis an AP Alternative Portfolio AG verkaufen könne und gelangte vor diesem Hintergrund zur Ansicht, dass der Rückkaufpreis als genügend bestimmt angesehen werden könne. Auch wurde die Tatsache, dass der Rückkaufpreis am Ende der *Dutch Auction* höher ausfallen könne, als zulässig erachtet, „da es sich bei den Aktien von AP Alternative Portfolio AG um illiquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-RS Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 [...] handelt.“⁵⁸ Somit erschien es gerechtfertigt, AP Alternative Portfolio AG zu erlauben, den Rückkaufpreis mittels einer *Dutch Auction* zu bestimmen.⁵⁹

⁵⁶ GOTSCHÉV/NAGEL (FN 50), 505 sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 3, Rn 10.

⁵⁷ GOTSCHÉV/NAGEL (FN 50), 505 sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 3.1, Rn 11 ff.

⁵⁸ GOTSCHÉV/NAGEL (FN 50), 505 sowie Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 3.2, Rn 15 ff.

⁵⁹ GOTSCHÉV/NAGEL (FN 50), 505.

AP Alternative Portfolio AG wurden anlässlich der Durchführung des *Dutch Auction*-Rückkaufs zwischen dem 4. März 2016 und dem 17. März 2016 schliesslich insgesamt 48'587 Aktien von AP Alternative Portfolio AG oder rund 7.6% des Aktienkapitals angedient. Das angestrebte Rückkaufvolumen konnte AP Alternative Portfolio AG zu einem Rückkaufpreis von CHF 299 erwerben. Da mehr als 42'105 Aktien von AP Alternative Portfolio AG zum Rückkaufpreis oder einem geringeren Preis angedient wurden, musste eine proportionale Kürzung der zum Rückkaufpreis angedienten Aktien von AP Alternative Portfolio AG vorgenommen werden^{60 61}.

b) *Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen AP Alternative Portfolio AG*

Die zweite Freistellung eines *Dutch Auction*-Aktienrückkaufprogramms erfolgte ziemlich genau ein Jahr nach Erlass der Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG* und betraf auch wieder die AP Alternative Portfolio AG.⁶²

Währenddem die Zulässigkeit der *Dutch Auction*-Methode in der Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG* noch explizit an das Vorliegen illiquider Titel im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (Stand am 1. Januar 2016) geknüpft wurde⁶³, so wurde dieses Erfordernis im Rahmen der Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG* abgeschwächt, indem es in den Erwägungen nicht mehr ausdrücklich thematisiert wurde⁶⁴.

⁶⁰ Vgl. dazu die auf <<http://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0622>> abrufbare Medienmitteilung vom 18. März 2016.

⁶¹ GOTSCHEV/NAGEL (FN 50), 487 und 504 f.

⁶² Vgl. Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*.

⁶³ Vgl. Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 3.2, Rn 17.

⁶⁴ Vgl. Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erwägung 2.3, Rn 22.

Es ist dementsprechend denkbar, dass *Dutch Auction*-Aktienrückkaufprogramme in Zukunft generell (und nicht bloss in Anwesenheit illiquider Titel) zu einer Alternative für die bisherigen Aktienrückkauf-Methoden werden.

2. Dutch Auction als zusätzliche Rückkaufmethode

a) Bisherige Rückkaufmethoden

Mit der Zulassung von *Dutch Auction*-Aktienrückkaufprogrammen hat die UEK den Kreis der für öffentliche Aktienrückkauftransaktionen zur Verfügung stehenden Methoden erweitert: Neben die bisherigen Methoden⁶⁵, d.h. (i) *Rückkäufe zum Marktpreis auf der ordentlichen Handelslinie*, (ii) *Rückkäufe auf der zweiten (separaten) Handelslinie*⁶⁶, (iii) *Rückkäufe zum Festpreis* und (iv) *Rückkäufe zum Festpreis mittels Ausgabe von Put-Optionen*, gesellt sich damit seit Anfang 2016 auch (v) die erwähnte *Rückkaufform nach dem holländischen Auktionsverfahren*.⁶⁷

⁶⁵ Siehe dazu auch die Ausführungen im UEK-Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 27. Juni 2013 (Stand am 1. Januar 2016).

⁶⁶ Vgl. zu dieser Besonderheit des Aktienrückkaufs in der Schweiz auch die entsprechende Webseite der SIX Swiss Exchange AG <https://www.six-swiss-exchange.com/participants/trading/equity_markets/separate_lines_de.html>.

⁶⁷ Währenddem die Rückkäufe auf der zweiten (separaten) Handelslinie, die Rückkäufe zum Festpreis, die Rückkäufe zum Festpreis mittels Ausgabe von Put-Optionen sowie die *Dutch Auction*-Rückkäufe allesamt notwendigerweise öffentliche Angebote darstellen dürften, da sie ohne öffentliche Ankündigung gar nicht durchgeführt werden können, kann der Rückkauf zum Marktpreis auf der ordentlichen Handelslinie auch so gestaltet werden, dass die Vorschriften über öffentliche Angebote (mangels öffentlicher Aufforderung zum Verkauf von Aktien an die Aktionäre der Zielgesellschaft) nicht zur Anwendung kommen (vgl. dazu SCHENKER URS, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 449). Letzteres trifft auch auf privat ausgehandelte Aktienrückkäufe (wie z.B. einen Rückkauf eines grösseren Aktienpakets von einem einzelnen Grossaktionär) zu.

b) *Merkmale der jüngsten Rückkaufmethode*

Bei Aktienrückkaufprogrammen mittels *Dutch Auction*-Verfahren⁶⁸ werden die Aktionäre aufgefordert, innerhalb einer von der den Rückkauf anstrebenden Unternehmung vorgegebenen *Preisspanne* anzugeben, zu welchem Preis sie eine bestimmte Anzahl ihrer Aktien anzudienen bereit sind. Aktionäre werden von der Unternehmung also aufgefordert *Verkaufsangebote* abzugeben, wodurch sich die *Dutch Auction* von anderen Auktionsverfahren, bei denen von Seiten der zurückkaufenden Unternehmung jeweils Kaufangebote abgegeben werden, unterscheidet.

Nach Eingang der *Verkaufsangebote* der Aktionäre ermittelt die Unternehmung den (einheitlichen) Preis, zu dem sie das gesamte angestrebte Rückkaufvolumen zurückkaufen kann. Die Unternehmung berücksichtigt die *Verkaufsangebote* der Aktionäre in aufsteigender Reihenfolge bis das angestrebte Rückkaufvolumen erreicht ist und nimmt, soweit und sofern dies erforderlich ist, eine *pro rata*-Kürzung auf dem Niveau des bezahlten Höchstpreises vor. Allen Aktionären, deren *Verkaufsangebote* Berücksichtigung gefunden haben wird derselbe, d.h. der höchste akzeptierte Preis bezahlt.

Oder, um es mit den Worten von ANDREAS WELTI auszudrücken: Bei einem *Dutch Auction*-Aktienrückkaufprogramm informieren die verkaufswilligen Aktionäre die den Aktienrückkauf anstrebende Unternehmung über die Anzahl Aktien, die sie verkaufen möchten und über den minimalen Preis, zu dem sie diese Aktien zu verkaufen bereit sind (*Verkaufsangebote*). Die Preisvorstellungen der verkaufswilligen Aktionäre müssen sich dabei innerhalb einer von der Unternehmung vorgegebenen *Preisspanne* bewegen. Im Anschluss an die Verkaufsangebote der Aktionäre kauft die Unternehmung in aufsteigender Reihenfolge, die von ihr angestrebte Anzahl Aktien zurück. Wenn die mengenmässige Verteilung des Rückkaufs bestimmt ist, wird je-

⁶⁸ Aktienrückkäufe nach der *Dutch Auction*-Methode sind in den USA äusserst beliebt. Die Popularität dieser Methode geht auf das Jahr 1981 zurück als in den USA durch die Werftgesellschaft Todd Shipyards der erste *Dutch Auction*-Rückkauf durchgeführt wurde (G.D. GAY/J.R. KALE/T.H. NOE, „[Dutch] Auction Share Repurchases“ [1996] 63 *Economica* 57, zitiert in ANAND ANITA I., *Regulating Issuer Bids: The Case of the Dutch Auction*, [2000] 45 *McGill L.J.* 137).

dem Aktionär derselbe Preis, das heisst der höchste akzeptierte Preis bezahlt.⁶⁹

c) *Vor- und Nachteile der Dutch Auction-Rückkaufmethode*

Als Vorteile eines *Dutch Auction*-Aktienrückkaufprogramms werden grundsätzlich die folgenden Aspekte erachtet⁷⁰:

- Der Rückkauf auf dem Weg einer *Dutch Auction* wird für die Unternehmung in der Regel eher billiger als bei den üblichen Rückkaufangeboten zum Festpreis, weil die Prämie, d.h. der Unterschied zwischen Börsenkurs und Kaufpreis der Aktie, tendenziell geringer ausfällt.
- Ein Fehlschlagen des Rückkaufs ist weniger wahrscheinlich als bei den üblichen Festpreis-Rückkäufen.
- Empirisch belegt ist wohl auch, dass das holländische Auktionsverfahren eine bessere Abwehrmassnahme darstellt als die Auszahlung von Dividenden, weil es die Heterogenität der Reservationspreise der Aktionäre⁷¹ berücksichtigt und selektiv Aktionäre mit tiefen Reservationspreisen auszukaufen vermag⁷².
- Die rückkaufende Unternehmung muss keinen genauen Rückkaufpreis angeben⁷³, sondern überlässt die Bestimmung dieses Preises innerhalb der vorgegebenen Preisspanne den Aktionären.
- Falls die rückkaufende Unternehmung eine geeignete Preisspanne wählt, so wird sie im Allgemeinen tendenziell weniger bezahlen als bei einem normalen Fixpreis-Angebot. Die Wahrscheinlichkeit, dass die

⁶⁹ ANDREAS WELTI, Aktienrückkauf, Zürich 2001, 210 ff.

⁷⁰ Zu den Vor- und Nachteilen, vgl. WELTI (FN 69), 210 ff. und 331 f.

⁷¹ D.h. die Preise, bei welchen die einzelnen Aktionäre bereit sind, sich von ihrem Unternehmensanteil zu trennen.

⁷² Es handelt sich damit um die effektivste Methode, um sich von den Aktionären mit tiefem Reservationspreis und damit von den pessimistischsten Aktionären zu trennen.

⁷³ Eine Unter- oder Überbewertung der Aktien, welche mit dieser schwierigen Bewertungsarbeit in der Regel einhergeht, lässt sich auf diese Weise vermeiden.

Aktie überbewertet wird, sinkt und die rückkaufende Unternehmung bezahlt nur, was der Markt diktiert, wodurch auch der Vermögenstransfer von den nicht andienenden zu den andienenden Aktionären kleiner wird⁷⁴.

- Die an Arbitrageure bezahlten Prämien sind tendenziell tiefer, da die Arbitrageure den letztendlich bezahlten Rückkaufpreis (*clearing price*) nicht kennen und bei ihren Arbitragegeschäften entsprechend einem grösseres Risiko ausgesetzt sind.

Als nachteilig erweisen sich bei *Dutch Auction*-Rückkaufprogrammen im Wesentlichen die folgenden Aspekte:

- Der entscheidende Nachteil des holländischen Auktionsverfahrens liegt in der mangelnden Kalkulierbarkeit der für den Rückkauf benötigten Mittel, da die Steigung der Angebotskurve in der Praxis nur sehr schwer prognostizierbar ist⁷⁵.
- Des Weiteren gestaltet sich aufgrund der schwierigen Prognostizierbarkeit der Verkaufsbereitschaft der Aktionäre die Ermittlung einer zum Erfolg des Rückkaufs führenden Preisspanne als schwierig.

Die UEK ist überzeugt, Emittenten mit der Zulassung der *Dutch Auction*-Methode für die Zukunft eine interessante Variante für Aktienrückkäufe zur Verfügung stellen zu können.

⁷⁴ D.h. Wohlstandstransfers zwischen verbleibenden und ausscheidenden Aktionären lassen sich weitestgehend vermeiden.

⁷⁵ Ungenaue Prognostizierbarkeit der für den Rückkauf notwendigen liquiden Mittel.