

## Gruppenbildung und Ausnahmegewährung bei der Angebotspflicht – Der Fall Quadrant

Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 2A.343/2003 (BGE 130 II 530 ff.) vom 25. August 2004 i.S. René-Pierre Müller, Adrian Niggli und Arno Schenk gegen die Übernahmekommission und die Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission

Mit Bemerkungen von RA Dr. iur. Rudolf Tschäni, LL.M., / RA lic. iur. Georg Gotschev, beide Zürich<sup>1</sup>

### Inhaltsübersicht

#### I. Sachverhalt

#### II. Behördliche Entscheidungen

- A. Die Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002
- B. Die Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 12. Juni 2003
- C. Das Urteil des Bundesgerichts vom 25. August 2004
  1. Das intertemporale Recht (Art. 52 BEHG)
  2. Die Entstehung der Angebotspflicht
  3. Die angebotspflichtige organisierte Gruppe (Art. 27 BEHV-EBK)
    - a. Das Verhältnis zur meldepflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK
    - b. Die Abstimmungshandlung
    - c. Der Zusatz «im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft»
  4. Die Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG

#### III. Bemerkungen

- A. Die Gruppe im intertemporalen Recht
- B. Die angebotspflichtige organisierte Gruppe
  1. Die Abstimmungshandlung
  2. Das Verhältnis zur meldepflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK
  3. Die objektivierte Beherrschungsabsicht i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK
  4. Die Fälle ohne Gruppenbildung
- C. Die Folgen gruppeninterner Übertragungen
- D. Die Ausnahme von der Angebotspflicht

#### IV. Fazit

Der mit Spannung erwartete Entscheid des Bundesgerichts in der Sache Quadrant AG enthält wichtige Leitlinien darüber, wann – übernahmerechtlich betrachtet – eine Gruppe vorliegt. Das Bundesgericht hat die Existenz einer Gruppe und damit einer Angebotspflicht bejaht, die Angelegenheit aber an die Vorinstanz zurückgewiesen, damit diese beurteilt, ob eine Ausnahme von der Angebotspflicht zu gewähren ist. Dabei hat es praxisrelevante Erwägungen zur Gruppenbildung und zur Gewährung von Ausnah-

men von der Angebotspflicht publiziert. Nachfolgend werden zunächst der Sachverhalt (I.) und die wesentlichen Entscheidungsgründe im Kontext des Verfahrens (II.) vorgestellt. Anschliessend werden die bundesgerichtlichen Erwägungen – auch mit Blick auf zukünftige Fälle – kommentiert (III.). Zum Ende folgt ein Fazit (IV.).

#### I. Sachverhalt

Die Herren René-Pierre Müller, Adrian Niggli und Arno Schenk (die «Beschwerdeführer») bildeten ab 1990 die Geschäftsleitung der damaligen Rothschild Corporate Finance. Sie übernahmen diese Gesellschaft 1995 im Rahmen eines *Management Buy-out* zu je einem Drittel und benannten sie in Triventus Aktiengesellschaft («Triventus») um. Im Jahre 1996 beteiligten sich Triventus sowie Müller, Niggli und Schenk an der Quadrant AG («Quadrant») und übernahmen deren Geschäftsführung. Die Beschwerdeführer nahmen auch Einsitz im Verwaltungsrat der Gesellschaft.

Die Aktien der Quadrant wurden im Jahre 1997 an der Börse kotiert. Es bestand damals eine Poolvereinbarung zwischen der Coop Bank, der C+M Holding AG sowie Triventus und den Beschwerdeführern. Die Parteien dieser Vereinbarung vereinigten als Aktionäre insgesamt 84% der Stimmen an Quadrant auf sich. Die Beteiligung setzte sich damals gemäss dem Kotierungsprospekt wie folgt zusammen:

|                                    |                        |                           |
|------------------------------------|------------------------|---------------------------|
| Coop Bank                          | 37.6 % der Stimmen     | 16.8 % des Kapitals       |
| C+M Holding AG                     | 30.0 % der Stimmen     | 64.3 % des Kapitals       |
| Triventus und die Beschwerdeführer | 16.4 % der Stimmen     | 7.6 % des Kapitals        |
| <b>Total</b>                       | <b>84% der Stimmen</b> | <b>88.7% des Kapitals</b> |

Ende 1999 schied die C+M Holding AG aus dem Aktionärspool aus. Die verbleibenden Parteien des Aktionärspools – die Coop Bank einerseits sowie Triventus und die Beschwerdeführer andererseits – hielten zu diesem Zeitpunkt zusammen einen Stimmrechtsanteil von 51.1% an Quadrant.

Im Oktober 2000 veräusserte die Coop Bank ihre Beteiligung an Quadrant und verliess den Aktionärspool. Vor diesem Verkauf hatte sie die von ihr gehaltenen Namenaktien gegen Inhaberaktien im Verhältnis des Nennwerts der Titel mit Triventus und den

<sup>1</sup> Rudolf Tschäni ist Rechtsanwalt in Zürich. Er hat bereits einen Beitrag zum vorliegenden Entscheid publiziert (*Rudolf Tschäni, Der Fall Quadrant – vom Begriff der Gruppe*, in: Jusletter vom 20. Dezember 2004, <http://www.web-law.ch/jusletter/Artikel.asp?ArticleNr=3615>), auf welchen diese Besprechung in weiten Teilen aufbaut. Georg Gotschev ist Rechtsanwalt in Zürich, und verfasst eine Dissertation zum Thema «Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht – Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse des Gruppenbegriffs im BEHG», die voraussichtlich in der zweiten Hälfte dieses Jahres erscheinen wird.

Beschwerdeführern getauscht. Daraufhin legte Triventus, ohne den Aktientausch zu erwähnen, eine Beteiligung von 42.08% der Stimmen an Quadrant offen. Sie tat dies im eigenen Namen, obwohl sich die Beteiligung wie folgt zusammensetzte: Triventus selbst hielt 18.34%, Müller 7.73%, Niggli 8% und Schenk 8% der Stimmen.

Im Juni 2001 absorbierte Quadrant Triventus rückwirkend per 1. Januar 2001. Als Fusionsabgeltung erhielten die Beschwerdeführer Aktien der Quadrant. Infolgedessen erging Ende Juni 2001 die Meldung nach Art. 20 BEHG, dass Müller, Niggli und Schenk als eine organisierte Gruppe rund 43.4% der Stimmen an Quadrant hielten. Auf Einladung der Übernahmekommission («UEK») hin nahmen sie daraufhin zwei Mal zur Frage Stellung, ob unter ihnen gemeinsame Absprachen bestehen, die eine Angebotspflicht auslösen können. Beide Male verneinten sie dies.

Mit Beschluss der Generalversammlung vom 14. Mai 2002 führte Quadrant die Einheitsnamenaktie ein. Zugleich wurden eine Vinkulierung und eine Stimmrechtsbeschränkung in der Höhe von jeweils 3% der Stimmen begründet.<sup>2</sup> Davon blieben die Beteiligungen der Beschwerdeführer allerdings ausgenommen.<sup>3</sup> Ihr Anteil an Quadrant reduzierte sich damit auf 18.8% (6.1, 6.4 resp. 6.3%) der Stimmen.

Mit Empfehlung vom 23. Juli 2002 stellte die UEK fest, dass die Beschwerdeführer seit dem 17. Oktober 2000 verpflichtet seien, den Aktionären der Quadrant ein öffentliches Angebot zu unterbreiten. Die Parteien lehnten diese Empfehlung ab. Daraufhin eröffnete die Eidgenössische Bankenkommission («EBK») ein Verwaltungsverfahren. Müller, Niggli und Schenk beantragten, die Empfehlung der UEK sei aufzuheben, eventualiter sei ihnen eine Ausnahme von der Angebotspflicht gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. a und c BEHG zu gewähren.

Am 12. Juni 2003 verfügte die Übernahmekammer der EBK, dass Müller, Niggli und Schenk zusammen eine Gruppe bilden, welche seit dem 17.

Oktober 2000 angebotspflichtig sei. Eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährte sie nicht. Dagegen erhoben die Beschwerdeführer Verwaltungsgerichtsbeschwerde beim Bundesgericht. Sie beantragten, die Verfügung sei aufzuheben und es sei festzustellen, dass sie nicht angebotspflichtig seien. Eventualiter sei die Verfügung aufzuheben und die Sache an die UEK oder an die Vorinstanz zurückzuweisen; subeventualiter sei gestützt auf Art. 32 Abs. 2 BEHG eine Ausnahme zu gewähren oder die Vorinstanz anzuweisen, die Gewährung einer solchen zu prüfen.

Mit Entscheid vom 25. August 2004 hiess das Bundesgericht die Beschwerde teilweise gut. Es hob die Verfügung der EBK auf und wies die Sache zur neuen Entscheidung im Sinne der Erwägungen an die EBK zurück. Das Bundesgericht bejahte die Existenz einer Gruppe, wies aber die Vorinstanzen an zu prüfen, ob eine Ausnahme gewährt werden kann. Der Fall liegt nun wieder bei der UEK, welche über die Ausnahmegewährung zu entscheiden hat.<sup>4</sup>

## II. Behördliche Entscheidungen

### A. Die Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002

Aus materieller Sicht leitete die UEK ihre Empfehlung mit der Äusserung ein, dass nicht jedes beliebige Zusammenwirken von Aktionären auf eine Gruppe schliessen lässt, sondern die Handlung der Parteien einen gewissen Mindestgrad an Intensität aufweisen muss, die ihren Ausdruck in einem Minimum an gemeinsamer (innerer) Organisiertheit findet. Entscheidend ist nach Meinung der UEK, «*ob die Aktionäre bei Erwerbs- oder Veräusserungstransaktionen oder der Stimmrechtsausübung zwecks Erreichen eines gemeinsamen Ziels zusammenwirken und zu diesem Zweck gemeinsame Mittel und Kräfte zur Verfügung stellen und ihre Einzelinteressen dem Gesamtinteresse der Gruppe hintanstellen.*»<sup>5</sup> Eine vertragliche Verbindung zwischen den Aktionären ist nicht erforderlich. In Frage kommen «*auch soziale Bindungen (z.B. Familien oder enge Geschäftspartnerschaften), falls sie eine Intensität aufweisen, die dazu führt, dass die Aktionäre nicht mehr völlig frei*

<sup>2</sup> Art. 5 Abs. 2 und Art. 12 Abs. 2 der Statuten der Quadrant.

<sup>3</sup> So genannte Besitzesgarantie; Nach Art. 5 Abs. 5 der Statuten der Quadrant bleiben Namenaktionäre, die am 4. April 2002 mit mehr als 3% des Aktienkapitals als Aktionäre mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen waren, entsprechend diesem Aktienbestand eingetragen. Nach Art. 12 Abs. 4 der Statuten sind die Stimmrechte solcher Aktionäre von der Stimmrechtsbeschränkung ausgenommen.

<sup>4</sup> NZZ vom 9. Dezember 2004, S. 30.

<sup>5</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2003, II.A., E. 1.2.

über ihre Stimmrechtsausübung entscheiden.»<sup>6</sup> Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK erfasst gemäss dem Verständnis der UEK auch so genannte *Gentlemen's Agreements*, bei denen die Parteien zwar bewusst keine rechtliche Bindung wollen, aber darauf vertrauen, dass die Gegenseite die Vereinbarung einhält. Unerheblich für die Qualifikation als Gruppe ist dabei grundsätzlich die Dauer einer Verbindung, auch wenn in der Praxis Verhaltenskoordinationen über einen längeren Zeitraum eher auf eine Gruppe schliessen lassen.<sup>7</sup>

Auf Grund verschiedener Indizien schloss die UEK auf die Existenz einer Gruppe im Sinne des Offenlegungsrechts. Die Annahme, die seit Jahren gleichgerichtete Stimmrechtsausübung sei das jährlich wiederkehrende zufällige Resultat unabhängig voneinander erfolgter Meinungsbildung, widerspricht für die UEK jeglicher Lebenserfahrung.<sup>8</sup> Es drängt sich der Schluss auf, dass zwischen den Beschwerdeführern derart starke soziale Bindungen bestehen, welche die von diesen behauptete völlige Autonomie jedes Einzelnen nicht mehr realistisch erscheinen lässt.<sup>9</sup> Dass von einer konzertierten Stimmrechtsausübung aller direkt und indirekt über Triventus gehaltenen Aktien an Quadrant auszugehen ist, scheint in den Augen der UEK auch die Meinung der drei Aktionäre selbst gewesen zu sein. Das drückt die Offenlegungsmeldung vom Oktober 2000 aus. Darin hatten die Beschwerdeführer keinen Unterschied zwischen den persönlich gehaltenen Titeln und denjenigen Aktien, die Triventus hielt, gemacht.<sup>10</sup> Als weiteres Indiz nannte die UEK die über einen längeren Zeitraum grösstenteils parallel erfolgten Veränderungen der Anteile der Beschwerdeführer an Quadrant.<sup>11</sup>

Die UEK prüfte sodann, ob die gemäss Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK bejahte Gruppe auch unter Art. 27 BEHV-EBK fällt, der die angebotspflichtige

Gruppe definiert. Art. 27 BEHV-EBK verweist dabei auf Art. 15 Abs. 1 und 2 BEHV-EBK, welcher «sinn-gemäss» gilt. Ausserdem verlangt Art. 27 BEHV-EBK, dass die Gruppe «im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft» handelt. Gemäss der UEK fügt dieser Zusatz kein subjektives Absichtselement zu Art. 32 Abs. 1 BEHG hinzu, sondern stellt bloss klar, dass die konzertierte Handlung von Aktionären im Hinblick auf den Erwerb von mehr als 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte einer Gesellschaft erfolgen oder die Stimmrechtsausübung hinsichtlich einer solchen Beteiligung betreffen muss. Der Gesetzgeber stellt für die Frage, ob eine Gesellschaft beherrscht wird, grundsätzlich ausschliesslich auf das Überschreiten von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte ab. Das geht nach Meinung der UEK klar aus Art. 32 Abs. 1 BEHG hervor.<sup>12</sup> Das Argument, beim Aktientausch mit der Coop Bank hätten die Beschwerdeführer nicht im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft gehandelt, war somit entkräftet. Dieses Argument widerspricht für die UEK den seit Jahren gehaltenen Aktienbeständen und eingenommenen Funktionen der Beschwerdeführer beim Emittenten und steht auch im Gegensatz zur Stimmrechtsbeschränkung (und Vinkulierung) in der Höhe von 3% der Stimmen, von welcher die Beschwerdeführer ausgenommen sind.<sup>13</sup> Die Auflösung des Poolvertrags mit der Coop Bank und der Aktientausch führten zu mehr als einer Verdoppelung der Stimmkraft der Beschwerdeführer und Triventus. Damit fand in den Augen der UEK aus Sicht der Minderheitsaktionäre ein Kontrollwechsel im Aktionariat von Quadrant statt. Weder die intertemporalen Bestimmungen des BEHG noch Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG können dabei die Beschwerdeführer von der Angebotspflicht befreien.<sup>14</sup> Dass der Grenzwert unterschritten wurde, als die Einheitsaktie eingeführt wurde, lässt die Angebotspflicht nicht entfallen. Wenn diese einmal

<sup>6</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2003, II.A., E. 1.3.

<sup>7</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2003, II.A., E. 1.3.

<sup>8</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2003, II.A., E. 2.1.5.

<sup>9</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2003, II.A., E. 2.1.6.

<sup>10</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2003, II.A., E. 2.1.7.

<sup>11</sup> Vgl. dazu Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2003, II.A., E. 2.2.1.

<sup>12</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2002, II.A., E. 4.3. Eine andere Auslegung der Klausel in Art. 27 BEHV-EBK würde nach Ansicht der UEK eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung eines einzelnen Aktionärs und einer organisierten Gruppe bewirken, weil es dem Einzelaktionär nicht möglich ist, beim Überschreiten des Grenzwerts von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte eine Angebotspflicht zu verneinen.

<sup>13</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2002, II.A., E. 4.6.

<sup>14</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2002, II.A., E. 5.

entstanden ist, kann sie nur durch ein öffentliches Angebot erfüllt oder mit einem erfolgreichen Ausnahmegesuch aufgehoben werden, so die UEK.<sup>15</sup>

### **B. Die Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 12. Juni 2003**

Mit Verfügung vom 12. Juni 2003 stützte die EBK die Empfehlung der UEK vollumfänglich. Sie hielt fest, dass durch den Erwerb der Beteiligung von der Coop Bank eine neue Gruppe entstanden sei. Art. 52 BEHG ist deshalb nicht anwendbar. Diese neue Gruppe hält zusammen über 42% der Stimmrechte und ist infolge der Überschreitung des massgebenden Grenzwerts gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG angebotspflichtig.<sup>16</sup>

Um die organisierte Gruppe zwischen den Beschwerdeführern zu bejahen, führte die EBK folgende Argumente an: deren gemeinsamen Werdegang, ihr Parallelverhalten, die gemeinsame Gründung der Triventus, die semantische Bedeutung des Begriffs Triventus, die Vertretung durch dieselbe Anwaltskanzlei. Ausserdem haben sich die Beschwerdeführer nach Ansicht der EBK ohne Zweifel als Gruppe zu erkennen gegeben, indem sie im Oktober 2000 die Meldepflicht nach Art. 20 BEHG unter dem Namen der von ihnen vollumfänglich beherrschten Triventus erfüllten.<sup>17</sup>

Die EBK hielt ferner fest, dass die Erfassung der organisierten Gruppe im Übernahmerecht, insbesondere im Zusammenhang mit der Angebotspflicht, strengeren Anforderungen untersteht als im Offenlegungsrecht. Diese Anforderungen sah sie im vorliegenden Fall als erfüllt an. Die Beherrschungsabsicht oder andere Absichten eines Erwerbers sind für die EBK mit Blick auf Art. 32 BEHG nicht entscheidend. Die Beherrschungsabsicht wird in Art. 27 BEHV-EBK vor allem deshalb erwähnt, um den Unterschied zwischen Offenlegungs- und Übernahmerecht auf Verordnungsstufe aufzuzeigen.<sup>18</sup>

Den eventualiter vorgebrachten Antrag, eine Ausnahme zu gewähren, lehnte die EBK ab. Da trotz mehrmaligen Hinweisen seitens der UEK bis vor der zweiten Instanz zugewartet wurde, um diesen Antrag zu stellen, erachtete die EBK ihn als rechtsmissbräuchlich. Ferner hat nach bewährter Praxis zuerst die UEK die Frage zu prüfen, ob eine Ausnahme gewährt werden kann. Das Angebot hätte überdies bis spätestens zum 18. Dezember 2000 erfolgen sollen. Wird nachträglich eine Ausnahme gewährt, würde damit ein unrechtmässiger Zustand legalisiert, führte die EBK aus.<sup>19</sup> Schliesslich lehnte sie es ebenso wie die UEK ab, die Angebotspflicht als dadurch konsumiert zu erachten, dass die Beschwerdeführer weniger als einen Drittel der Stimmrechte der Quadrant hielten, nachdem die Einheitsaktie eingeführt war.<sup>20</sup>

### **C. Das Urteil des Bundesgerichts vom 25. August 2004**

#### *1. Das intertemporale Recht (Art. 52 BEHG)*

Das Bundesgericht wendet sich zuerst dem intertemporalen Einwand der Beschwerdeführer zu. Diese argumentierten, dass beim Inkrafttreten des Börsengesetzes eine Gruppe bestanden hatte, die mehr als 50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft hielt. Eine solche vorbestehende Gruppe unterliegt gemäss den Beschwerdeführern der Angebotspflicht in diesem Fall nicht bzw. nur dann, wenn die Gruppe ihren Anteil von mehr als 33<sup>1</sup>/<sub>3</sub>% auf über 50% der Stimmrechte erhöht (vgl. Art. 52 BEHG).

Das Bundesgericht bestätigt zwar, dass die vorbestehende Gruppe im vorliegenden Fall als solche nicht angebotspflichtig ist, da sie bei Inkrafttreten des Gesetzes mehr als 50% der Stimmrechte gehalten hatte. Das hindert aber nicht, dass die Angebotspflicht ausgelöst wird, wenn einzelne Aktionäre oder Untergruppen ihrerseits den Grenzwert neu überschreiten. Das Bundesgericht leitet dies aus Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG ab, wonach bei der Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer Gruppe eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt werden kann. Daraus folgert das Gericht *e contrario*, dass interne Verschiebungen an sich eine Angebotspflicht

<sup>15</sup> Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2002, II.A., E. 6.

<sup>16</sup> Verfügung der EBK i.S. Quadrant AG vom 12. Juni 2003, E. 5.b.

<sup>17</sup> Verfügung der EBK i.S. Quadrant AG vom 12. Juni 2003, E. 6.c.

<sup>18</sup> Verfügung der EBK i.S. Quadrant AG vom 12. Juni 2003, E. 7.

<sup>19</sup> Verfügung der EBK i.S. Quadrant AG vom 12. Juni 2003, E. 9.c.

<sup>20</sup> Verfügung der EBK i.S. Quadrant AG vom 12. Juni 2003, E. 10.

auslösen können, auch wenn sich der Anteil der (gesamten) Gruppe als solcher nicht erhöht. Übertragungen innerhalb einer vorbestehenden Gruppe mit einem Anteil von über 50% der Stimmen sind also gemäss Bundesgericht nicht auf Grund des Übergangsrechts von vornherein von der Angebotspflicht ausgenommen. Die Gruppe einerseits und ihre Mitglieder andererseits müssen je getrennt erfasst werden. Das führt dazu, dass nur jene Aktionäre privilegiert sind, die bei Inkrafttreten des Gesetzes bereits mehr als 33 $\frac{1}{3}$ % bzw. mehr als 50% der Stimmrechte für sich gehalten haben. Die Beschwerdeführer haben als Untergruppe gesamthaft weniger als 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmen innegehabt, als das Gesetz in Kraft trat. Aus diesem Grund ist Art. 52 BEHG nicht auf sie anwendbar, so das Bundesgericht.<sup>21</sup>

## 2. Die Entstehung der Angebotspflicht

Eher beiläufig stellt das Bundesgericht fest, dass eine blosser Veräusserung von Aktien die Übernahme-pflicht nicht auslösen kann, sondern hierzu der Erwerb von Stimmrechten notwendig ist.<sup>22</sup>

## 3. Die angebotspflichtige organisierte Gruppe (Art. 27 BEHV-EBK)

### a. Das Verhältnis zur meldepflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK

Das Bundesgericht hält zunächst in Übereinstimmung mit der h.L. fest, dass eine gemeinsame Absprache im Übernahmerecht wegen der damit verbundenen Rechtsfolgen zurückhaltender anzunehmen ist als im Offenlegungsrecht.<sup>23</sup>

### b. Die Abstimmungshandlung

Anschliessend prüft das Bundesgericht die Frage, ob die Beschwerdeführer eine angebotspflichtige organisierte Gruppe i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK bilden. Als Erstes stellt es dabei klar, dass blosses Parallelverhalten nicht ausreicht, um eine gemeinsame Absprache zu begründen.<sup>24</sup> In der Sache selber schliesst das Gericht, dass die Beschwerdeführer zusammen eine angebotspflichtige Untergruppe bilden. Zu diesem Schluss gelangt es im Wesentlichen auf Grund der gleichen Indizien, welche die Vorinstanzen dazu

bewogen haben, eine neue Gruppe anzunehmen. Es korrigiert die Annahmen der EBK dahingehend, dass die Vertretung der Beschwerdeführer im laufenden Verfahren durch die gleiche Anwaltskanzlei nicht auf eine gemeinsame Absprache schliessen lasse. Auch die gemeinsame Meldung nach Art. 20 BEHG ist nicht entscheidend, enthält aber einen Hinweis darauf, dass sich die Beschwerdeführer als Gruppe verstanden haben. Insgesamt weisen jedoch die weiteren, bereits vorgestellten Umstände auf eine abgestimmte Verhaltensweise hin.<sup>25</sup> Ausschlaggebend ist für das Bundesgericht, dass die Beschwerdeführer als Untergruppe ihren Stimmrechtsanteil auf über einen Drittel erhöht haben, indem sie von der Coop Bank deren Beteiligung erwarben.<sup>26</sup>

Da es von einem konkludent abgeschlossenen Vertrag, einer einfachen Gesellschaft, zwischen den Beschwerdeführern ausgeht, lässt das Bundesgericht die Frage, ob eine rein soziale oder faktische Bindung für die Annahme einer gemeinsamen Absprache genügen kann oder ob gar eine rechtsverbindliche Absprache nötig ist, offen.<sup>27</sup>

### c. Der Zusatz «im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft»

Sodann stellt sich das Bundesgericht die Frage, was der Zusatz «im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft» in Art. 27 BEHV-EBK bedeutet. Zu Recht weist es zunächst gewisse Erwägungen der EBK als fehlerhaft zurück<sup>28</sup> und nimmt anschliessend die Konstanz der Praxis der UEK zu dieser Frage unter die Lupe.<sup>29</sup> Diese entspricht nach der ge-

<sup>25</sup> Eine wichtige Rolle spielt ein Fax namens der Triventus an die Coop Bank vom 9. Oktober 2000 betreffend die Tauschofferte. Darin wird nicht präzisiert, wer dadurch verpflichtet werden soll. Das weist darauf hin, so das Bundesgericht, dass Triventus, von der die Offerte ausging, nicht als blosser Stellvertreterin ihrer Aktionäre auftrat (was gemäss Art. 11 Abs. 2 UEV-UEK und der Praxis der UEK zur Annahme einer gemeinsamen Absprache noch nicht genügen würde), sondern dass die auf ihrer Seite Beteiligten gemeinsam handeln und sich auch gemeinsam verpflichten wollten. Damit müsse zwangsläufig eine entsprechende Vereinbarung unter den Beschwerdeführern vorausgesetzt werden.

<sup>26</sup> BGE 130 II 551 ff., E. 6.4.5.

<sup>27</sup> BGE 130 II 550, E. 6.4.3.

<sup>28</sup> BGE 130 II 553 f., E. 6.5.1.

<sup>29</sup> BGE 130 II 556, E. 6.5.4. Es kommt dabei zum folgenden Schluss: «Insgesamt scheint die Übernahmekommission damit auch in ihrer späteren Praxis eine gemeinsame Absprache nicht schon dann anzunehmen, wenn gemeinsam Beteiligungsrechte erworben worden sind, sondern nur,

<sup>21</sup> BGE 130 II 543 ff., E. 5.3–5.5.

<sup>22</sup> BGE 130 II 547, E. 6.2.1.

<sup>23</sup> BGE 130 II 549, E. 6.3.

<sup>24</sup> BGE 130 II 549 f., E. 6.4.1–6.4.3.

richtlichen Meinung dem Sinn von Art. 27 BEHV-EBK. Ferner bejaht es die Gesetzmässigkeit dieser Norm, auch wenn sie im Vergleich zu Art. 15 BEHV-EBK ein zusätzliches Erfordernis enthält. Im Vergleich zur Meldepflicht kann die Angebotspflicht sehr einschneidende Rechtsfolgen haben, führt das Bundesgericht aus. Sie will verhindern, dass die Minderheitsaktionäre benachteiligt werden. Ein Nachteil liegt aber nicht schon darin, dass Stimmrechte erworben werden, sondern ergibt sich erst daraus, «*dass damit verbunden allenfalls auch ein beherrschender Einfluss auf die Zielgesellschaft ausgeübt werden kann.*»<sup>30</sup>

In diesem Punkt grenzt sich das Bundesgericht von den Vorinstanzen ab, welche diesem Element keine eigenständige Bedeutung zugemessen haben. Dem Argument der UEK, das Erfordernis der Beherrschungsabsicht führe zu einer Ungleichbehandlung gegenüber einem Einzelaktionär, hält das Gericht entgegen, es sei denkbar, dass mehrere Personen beim Kauf von Aktien allein im Hinblick auf das Erwerbsgeschäft zusammenwirken, ohne eine gemeinsame Stimmrechtsausübung ins Auge zu fassen. In diesem Fall bestehe kein Grund, sie der Angebotspflicht zu unterstellen. Das Bundesgericht folgert daraus:

*«Es entspricht daher dem Gesetz, einen gemeinsamen Erwerb nicht bereits dann der Angebotspflicht zu unterwerfen, wenn sich die Absprache einzig auf das Erwerbsgeschäft bezieht, sondern nur dann, wenn das Geschäft auch Auswirkungen auf die Beherrschung der Gesellschaft haben kann.»*<sup>31</sup>

Dies bedeutet aber nicht, dass nun im Einzelfall eine subjektive Beherrschungsabsicht nachgewiesen werden muss. Diesen Punkt behandelt das Bundesgericht objektiviert. Es nimmt deshalb Vorkehren im Hinblick auf die Beherrschung bereits an, «*wenn der gemeinsame Erwerb eine solche objektiv ermöglicht und aufgrund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass eine Beherrschung auch angestrebt wird.*»<sup>32</sup>

*wenn zumindest auch Absprachen im Hinblick auf die Ausübung der Stimmrechte getroffen wurden und dadurch eine Beherrschung angestrebt ist oder jedenfalls die Beherrschungsverhältnisse verändert werden.»*

<sup>30</sup> BGE 130 II 557, E. 6.5.5.

<sup>31</sup> BGE 130 II 558, E. 6.5.6.

<sup>32</sup> BGE 130 II 558, E. 6.5.7. Diese Annahme ist in den Augen des Bundesgerichts gerechtfertigt, weil die Angebots-

In der Sache bejaht das Bundesgericht eine gemeinsame Absprache zwischen den Beschwerdeführern im Hinblick auf die Beherrschung der Quadrant. Die Konstanz und Kontinuität ihres bisherigen Handelns versteht das Gericht auch als Indizien für ein zukünftiges organisiertes Verhalten. Als nicht überzeugend taxiert es den Einwand der Beschwerdeführer, ihre Absprachen seien nur als Geschäftsführer und Verwaltungsräte der Quadrant erfolgt und nicht als Aktionäre. Dies bedeutet für das Gericht jedoch nicht, dass Mitglieder eines Verwaltungsrates immer als Gruppe zu gelten haben, wenn sie gemeinsam Aktien kaufen. Es erscheint im vorliegenden Fall aber unrealistisch, zwischen den Tätigkeiten der Beschwerdeführer als Aktionäre, Verwaltungsratsmitglieder und Geschäftsführer zu differenzieren. Auf Grund ihrer langjährigen Geschäftstätigkeit nimmt das Bundesgericht an, dass sie auch nach Oktober 2000 eine gemeinsame Strategie in Bezug auf Quadrant verfolgt haben. Die nach diesem Zeitpunkt erfolgten parallelen Aktienkäufe der Beschwerdeführer und die Einführung der Einheitsaktie im Mai 2002, gekoppelt mit einer Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung, deuten ebenfalls darauf hin, dass der Stimmrechtserwerb im Oktober 2000 abhängig von einer zukünftigen koordinierten Tätigkeit für Quadrant erfolgt ist, führt das Gericht aus. Diese Umstände seien von den Beschwerdeführern nicht substantiiert bestritten worden.<sup>33</sup>

#### 4. Die Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG

Nachdem das Bundesgericht die Angebotspflicht der Beschwerdeführer als solche bejaht hat, wendet es sich der Frage zu, ob ihnen eine Ausnahme gewährt werden kann. Das Verhalten der EBK, die das Ausnahmegesuch als rechtsmissbräuchlich zurückgewiesen hat, betrachtet es als formelle Rechtsverweigerung. Es kann aber nicht Sache des Bundesgerichts sein, erstinstanzlich über diese Frage zu befinden. Ferner muss die UEK dazu Stellung nehmen und die Einspracherechte der Minderheitsaktionäre sind zu wahren. Deshalb weist das Bundesgericht die Akten zur Weiterführung des Verfahrens an die EBK zurück.<sup>34</sup>

pfligt im Zweifel grosszügig auszulegen ist, wobei Ausnahmen möglich bleiben müssen, falls diese Pflicht im Lichte der Gesetzesziele nicht erforderlich erscheint.

<sup>33</sup> BGE 130 II 559 f., E. 6.6.

<sup>34</sup> BGE 130 II 562, E. 7.3.

Das Bundesgericht verwirft ferner die Auffassung der EBK, die Ausnahmegewährung stehe in ihrem Ermessen, und gibt aus prozessökonomischen Gründen den Vorinstanzen folgende Erwägungen mit auf den Weg: Sind die Tatbestandselemente von Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG (Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer organisierten Gruppe) erfüllt, ist die Ausnahme grundsätzlich zu gewähren. Sie darf nur dann verweigert werden, wenn ein Umgehungsge- schäft vorliegt oder andere Gründe dagegen spre- chen.<sup>35</sup>

Vorliegend identifiziert das Bundesgericht eine Übertragung innerhalb einer Gruppe. In seinen Augen ist keine neue, bisher nicht existierende Gruppe entstanden, sondern es ist aus dem bisherigen Pool ein Mitglied ausgeschieden mit der Folge, dass nur noch die vorher bereits bestehende Untergruppe übrig geblieben ist. Genau auf diesen Fall – eine Gruppe steigert ihren gesamten Anteil nicht, aber eines ihrer Mitglieder bzw. eine Untergruppe über- schreitet durch eine interne Transaktion den Grenz- wert neu – sei Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG zugeschnit- ten.<sup>36</sup> Diese Bestimmung gilt gemäss Bundesgericht nicht nur, wenn die Gruppe in ihrer ursprünglichen Zusammensetzung fortbesteht, wovon die UEK aus- gegangen ist. Es ist für das Gericht nicht ersichtlich, weshalb eine Ausnahme ausgeschlossen sein soll, wenn ein Mitglied ausscheidet und zugleich einen Teil seiner Aktien einem anderen Poolmitglied über- trägt, ohne dass sich damit der gesamte Gruppenan- teil erhöht. Die Stellung der Minderheitsaktionäre hängt nicht davon ab, ob die Coop Bank ihre Aktien ganz oder nur teilweise veräussert. Das Bundesge- richt versteht Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG deshalb so, dass mit «Gruppe» die Gruppe im Ausgangszustand gemeint ist. Werden unter den Mitgliedern dieser vor- bestehenden Gruppe Aktien verschoben, so bleibt die Bestimmung grundsätzlich anwendbar, selbst wenn im Endzustand einzelne Mitglieder ganz ausschei- den.<sup>37</sup>

Mit seinen weiteren Ausführungen, wonach auch ein Kontrollwechsel einer Ausnahme nicht entgegen- steht, betritt das Bundesgericht Neuland. Wörtlich lässt es vernehmen:

*«[A]uch wenn die Transaktion zu einem Kontroll- wechsel führt, kann eine Ausnahme gewährt werden,*

*wenn sich dadurch die Stellung der Minderheitsak- tionäre nicht zusätzlich verschlechtert. (...) Eine Ver- änderung der Beherrschungsverhältnisse ist im An- wendungsbereich von Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG somit nichts Aussergewöhnliches. (...) Durch eine interne Übertragung wird die Position der Minder- heitsaktionäre nicht ohne weiteres beeinträchtigt, da sie sich nach wie vor der beherrschenden Gruppe gegenüber sehen; die Verhältnisse innerhalb dieser sind in der Regel von sekundärer Bedeutung.»<sup>38</sup>*

Vorliegend ist für das Bundesgericht fraglich, ob aus der Sicht der Minderheitsaktionäre überhaupt erst von einem Kontrollwechsel gesprochen werden kann. Die Beschwerdeführer haben seit Oktober 1999 bereits die Mehrheit im fünfköpfigen Verwal- tungsrat der Quadrant. Es erscheint dem Gericht widersprüchlich, im Erwerb zusätzlicher Stimm- rechte einen entscheidenden Kontrollwechsel zu se- hen. Selbst bei einem Kontrollwechsel wäre eine Ausnahme – wie erwähnt – aber nicht ausgeschlos- sen. Die Stellung der Minderheitsaktionäre hat sich eher verbessert, weil der Stimmrechtsanteil der Gruppe von 51% auf 42% gesunken ist, auch wenn diese Stimmen nicht mehr zusammen mit der Coop Bank gehalten werden, findet das Bundesgericht. Bisher habe keine Seite dargelegt, inwiefern die Min- derheitsaktionäre dadurch benachteiligt sein könnten. Die EBK wird also gemäss den Erwägungen des Bundesgerichts gestützt auf Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG eine Ausnahme gewähren müssen, falls keine Gründe dargetan werden, die aus der Sicht der Min- derheitsaktionäre einer Ausnahme entgegenstehen.<sup>39</sup>

### III. Bemerkungen

#### A. Die Gruppe im intertemporalen Recht

Überzeugend sind die Erwägungen des Bundes- gerichts zu Art. 52 BEHG. Es beantwortet darin die Frage, wie ein Mitglied einer organisierten Gruppe, die bereits bei Inkrafttreten von Art. 32 BEHG am 1. Januar 1998 bestanden hat, zu behandeln ist, wenn es seine Beteiligung ausbaut. Entgegen einem ersten Anschein sind in der Praxis die Fälle recht häufig, in welchen bereits vor der Einführung der Angebots- pflicht beherrschende Aktionärspools bestanden. Vor

<sup>35</sup> BGE 130 II 562 ff., E. 7.4.

<sup>36</sup> BGE 130 II 564 f., E. 7.5.2.

<sup>37</sup> BGE 130 II 565, E. 7.5.3.

<sup>38</sup> BGE 130 II 566, E. 7.5.4.

<sup>39</sup> BGE 130 II 566 ff., E. 7.6.

allem bei kotierten Gesellschaften, die von Familien kontrolliert werden, sind solche Aktionärsstrukturen anzutreffen. Diese Ausführungen des Bundesgerichts sind also für die Praxis relevant. Im Wesentlichen stellt das Gericht fest, dass ein Mitglied eines vorbestehenden beherrschenden Pools das Privileg von Art. 52 BEHG nicht beanspruchen kann, wenn es selbst den massgebenden Grenzwert für die Angebotspflicht überschreitet.

## B. Die angebotspflichtige organisierte Gruppe

### 1. Die Abstimmungshandlung

Von grosser Bedeutung nicht nur bei der Angebots-, sondern auch bei der Meldepflicht ist die Frage, wie die Abstimmungshandlung erfolgen muss, die eine organisierte Gruppe entstehen lässt. Das Bundesgericht lässt leider offen, ob auch schon soziale Bindungen familiärer und geschäftlicher Art und Absprachen ohne rechtsverbindlichen Charakter eine (angebotspflichtige) Gruppe begründen können.<sup>40</sup> In ihrer Empfehlung i.S. Quadrant hatte die UEK festgehalten, dass auch soziale Bindungen (z.B. Familien oder enge Geschäftspartnerschaften) eine Gruppe entstehen lassen könnten, falls sie eine Intensität aufweisen, die dazu führt, dass die Aktionäre nicht mehr völlig frei über ihre Stimmrechtsausübung entscheiden. Diese Formel hat die UEK seitdem wiederholt verwendet,<sup>41</sup> auch wenn die Doktrin diesen Aspekt der Begründung stark kritisiert hatte.<sup>42</sup> Von diesem Verständnis der Gruppe ist die UEK auch nicht abgerückt, seit die bundesgerichtliche Begründung des vorliegenden Falles vorliegt.<sup>43</sup>

<sup>40</sup> BGE 130 II 550, E. 6.4.3.

<sup>41</sup> Vgl. die Empfehlungen der UEK i.S. Fall Adval Tech Holding AG vom 3. März 2004, E. 2.2.2; i.S. Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA/Société du Gaz de la Plaine du Rhone SA vom 15. April 2004, E. 2.2.1; i.S. Compagnie Vaudoise d'Electricité vom 30. März 2005, E. 2.1.1.

<sup>42</sup> Jacques Iffland, Groupes et action de concert dans la loi sur les bourses, in: Journée 2003 du droit bancaire et financier, Luc Thévenoz/Christian Bovet (Hrsg.), Zürich 2004, S. 143 ff., S. 160; Rudolf Tschäni, Die Gruppe im Übernahmerecht – «Are we really all one?», in: Mergers & Acquisitions VI, Rudolf Tschäni (Hrsg.), Zürich/Basel/Genf 2004, S. 179 ff., S. 224: «Unabhängig vom Ausgang dieses Falls ist zu hoffen, dass das Bundesgericht die allgemeinen und weiten Ausführungen, namentlich der UEK, wann eine Gruppe vorliegt und dass hierfür intensive Sozialbindungen bereits ausreichen, einschränken wird.»

<sup>43</sup> Empfehlung der UEK i.S. Compagnie Vaudoise d'Electricité vom 30. März 2005, E. 2.1.1.

Indem es einen konkludent zwischen den Beschwerdeführern abgeschlossenen Vertrag annimmt, umschifft das Bundesgericht diese Frage elegant. Es äussert sich diesbezüglich auch nicht mit einem *obiter dictum*. Die Position der Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange ist nur zur familiären Nähe bekannt. Für sie genügt die blosser verwandtschaftliche Beziehung allein zur Annahme einer Gruppe nicht. Verlangt wird, dass sich die Familienmitglieder vertraglich oder auf andere Weise als Gruppe organisieren.<sup>44</sup>

Die von der Lehre mit Recht konstatierte und kritisierte Rechtsunsicherheit in diesem Punkt besteht also weiter. Das Bundesgericht hat hier eine gute Gelegenheit versäumt, in einem für die Aktionärskommunikation und somit auch für die Corporate Governance Debatte wichtigen Bereich, Klarheit zu schaffen. Die Ziele des Börsengesetzes – die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu gewährleisten und die Anleger zu schützen – werden unterlaufen, wenn derart grundlegende Fragen unklar sind.

Richtigerweise setzt eine gemeinsame Absprache, auch semantisch, eine Abstimmungshandlung voraus. Das geht ebenfalls aus Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK hervor, der verlangt, dass die Beteiligten ihre Verhaltensweise abstimmen. Eine Verhaltensabstimmung ist ohne eine *bewusste interaktive Kommunikation* zwischen den Beteiligten nicht denkbar. Dabei kann diese Kommunikation auch über eine Mittelsperson erfolgen.<sup>45</sup> Das Resultat der Koordination muss in einer *Einigung* über ein gemeinsames Verhalten hinsichtlich der Zielgesellschaft bestehen. Sowohl die stillschweigende als auch die konkludente Einigung sind erfasst. Die Abstimmung muss nicht in eine rechtlich verbindliche Handlung münden. Das ergibt sich aus der Gegenüberstellung der zwei denkbaren Arten der Abstimmungshandlung in der Formulierung «durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren» in Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK. Andere organisierte Vorkehren müssen nämlich gerade nicht vertraglicher Natur sein.

Liegen allein enge soziale Kontakte familiärer oder geschäftlicher Art vor, fehlt es von vornherein an der notwendigen Abstimmungshandlung. Ohne eine gegenseitige bewusste Kommunikation und Ei-

<sup>44</sup> OLS-Jahresbericht 2000, Ziff. 3.1.3.5.

<sup>45</sup> Eine Gruppe kann über einen Mittelsmann aber nur entstehen, wenn sämtliche Beteiligten um dessen Scharnierfunktion wissen oder wissen müssten.



nigung beispielsweise über die Ausübung der Stimmrechte an der Zielgesellschaft können solche Verhältnisse *per se* keine organisierte Gruppe begründen. Das gilt sowohl für die Angebots- als auch für die Meldepflicht. Die weite Fassung des Gruppenbegriffs durch die UEK trägt wenig zur Verhinderung von Umgehungen bei. Sie löst dagegen hauptsächlich in denjenigen Konstellationen rechtliche Unsicherheit aus, die ökonomisch betrachtet die Gleichbehandlung mehrerer Personen mit einem Einzelaktionär nicht rechtfertigen, da es an einer bewussten zweiseitigen Kommunikation hinsichtlich einer Einflussnahme auf die Zielgesellschaft fehlt. Es ist deshalb nur dann eine ausreichende Abstimmungshandlung zu bejahen, wenn zwischen den Beteiligten eine bewusste interaktive Kommunikation stattgefunden hat und eine Einigung über den Gegenstand der Koordination erreicht worden ist. Darüber dürfen auch die immanenten Beweisschwierigkeiten nicht hinwegtäuschen. Die Arbeit der Behörden mit Indizienbeweisen ist dabei unumgänglich. Oft kann nur von einem Parallelverhalten auf eine Gruppe geschlossen werden, was auch im vorliegenden Fall angedeutet wird.<sup>46</sup> Zu betonen ist aber, dass die Beweislast für das Vorliegen einer organisierten Gruppe unter geltendem Recht die rechtsanwendende Behörde trifft.<sup>47</sup> Es bestehen auch keine Vermutungstatbestände bezüglich der Gruppenbildung. Das Bundesgericht hat jedoch klar gemacht, dass die potentiellen Gruppenmitglieder die Umstände, die auf eine Gruppe hindeuten, substantiiert bestreiten müssen.<sup>48</sup>

## 2. Das Verhältnis zur meldepflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK

Das Bundesgericht stellt eindeutig klar, dass der Gruppenbegriff für Zwecke der Meldepflicht nach Art. 20 f. BEHG anders, und zwar weiter, zu interpretieren ist als für die Zwecke der Angebotspflicht.<sup>49</sup> Das bedeutet also, dass eine Gruppe unter Umständen für die Offenlegungspflicht zu bejahen, unter dem Aspekt der Angebotspflicht jedoch zu verneinen ist. Das Bundesgericht bestätigt damit eine Tendenz, welche die UEK kürzlich ebenfalls eingeschlagen

hat.<sup>50</sup> Es bleibt aber unklar, ob sich der Unterschied zwischen der Gruppe im Sinne der Melde- und der Angebotspflicht im Tatbestandsmerkmal der Beherrschungsabsicht nach Art. 27 BEHV-EBK (vgl. III.B.3) erschöpft.<sup>51</sup> Nach der hier vertretenen Auffassung sollte das aus zwei Gründen so sein. *Erstens* werden die Interessen der Minderheitsaktionäre – und damit auch die unterschiedlichen Zwecke der Melde- und der Angebotspflicht – mit dem zusätzlichen Erfordernis der Beherrschungsabsicht in ausreichender Weise berücksichtigt. Gerade im Willen, die Zielgesellschaft zu kontrollieren, liegt die Quintessenz der Angebotspflicht, die sie von der Beteiligungspublizität unterscheidet. Zusätzliche Differenzierungen erscheinen entbehrlich. *Zweitens* schafft dieses Verständnis klare Leitlinien für die Praxis und erhöht die in diesem Bereich vermisste Rechtssicherheit.

Der Hintergrund der geschilderten Tendenz, die angebotspflichtige Gruppe enger auszulegen, besteht darin, den Anwendungsbereich der Angebotspflicht bei Gruppensachverhalten angesichts der einschneidenden Konsequenzen einzuschränken. Bei der Umsetzung dieses erstrebenswerten Ziels droht etwas in Vergessenheit zu geraten, dass die Melde- und die Angebotspflicht ein und demselben kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen System angehören. Beide Institute müssen die übergeordneten Ziele der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und des Anlegerschutzes fördern (s. Art. 1 BEHG). So geht die begrüssenswerte Einschränkung bei der angebotspflichtigen Gruppe teilweise mit einer Aus- und Überdehnung des meldepflichtrechtlichen Gruppenbegriffs einher. Wiederholt äusserte sich die UEK in ihren Empfehlungen beispielsweise bejahend zum Bestehen einer Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK.<sup>52</sup> Diese Frage liegt aber nicht in ihrer, sondern

<sup>46</sup> Vgl. BGE 130 II 551, E. 6.4.5.

<sup>47</sup> Sei dies die Offenlegungsstelle, die UEK, die EBK oder das Bundesgericht im Falle von Verwaltungsverfahren. Im Zivilverfahren um die Angebotspflicht gilt Art. 8 ZGB.

<sup>48</sup> BGE 130 II 560, E. 6.6.3.

<sup>49</sup> BGE 130 II 549, E. 6.3.

<sup>50</sup> Vgl. die Empfehlungen der UEK i.S. Vontobel Holding AG vom 4. Juni 2004, E. 2.2 und i.S. SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A. vom 24. August 2004, E. 1.2.3.

<sup>51</sup> Die EBK hat in ihrer Verfügung i.S. Quadrant AG vom 12. Juni 2003, E. 7 betont, dass die angebotspflichtige Gruppe strengerer Anforderungen unterstehe als diejenige im Offenlegungsrecht, obwohl sie dem Element der Beherrschungsabsicht keine eigenständige Bedeutung zugemessen hat.

<sup>52</sup> So bereits in der Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2002; vgl. auch die Empfehlungen der UEK i.S. Vontobel Holding AG vom 4. Juni 2004, E. 2.2.2: «Diese Vereinbarungen sind klarerweise als «Absprachen im Hinblick auf den Erwerb, die Veräusserung und die

in der Kompetenz der zuständigen Offenlegungsstelle (Art. 22 Abs. 1 Satz 1 BEHV-EBK). Dabei setzt sich die UEK regelmässig nicht detailliert mit den Zielen der Meldepflicht und ihrem Verhältnis zur Angebotspflicht auseinander. Die Gesuchsteller vor der UEK wehren sich nicht gegen solche Feststellungen, da es deutlich leichter und weniger kapitalintensiv ist, eine Meldung nach Art. 20 BEHG zu erstatten als ein Pflichtangebot zu unterbreiten.<sup>53</sup>

Folgende vier Aspekte gilt es bei der Ausdehnung des meldepflichtrechtlichen Gruppenbegriffs zu berücksichtigen: *Erstens* hat ein zu weit gefasster und unpräziser Begriff der Gruppe – nicht nur bei der Angebots-, sondern auch bei der Meldepflicht – negative Auswirkungen auf die Kommunikation unter Aktionären. Im Sinne einer intakten Corporate Governance und um die *Agency*-Problematik zu minimieren, sollte aber genau diese Kommunikation erleichtert und gefördert werden.<sup>54</sup> *Zweitens* gelangen als Folge dieser Praxis teilweise Gruppenmeldungen nach Art. 20 BEHG in den Markt, die den Eindruck erwecken, dass die Beteiligten tatsächlich gemeinsam und koordiniert auf die Zielgesellschaft Einfluss nehmen, auch wenn dem in der Tat nicht so ist.<sup>55</sup> Sol-

che Meldungen aufzuarbeiten und zu erstatten, verursacht unnötige Informations- und Transaktionskosten. Die Meldungen können auch zu falschen Anlageentscheiden führen, worunter die Allokationseffizienz und im Ergebnis auch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes leidet. *Drittens* verwässern unnötige Meldungen über bestehende Gruppen den (hohen) Informationswert der anderen Meldungen. Letztlich werden so die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft verschleiert. Das behindert die in diesem Bereich angestrebte Transparenz. *Viertens* unterstehen die Parteien als Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK den auf solche Gruppen anwendbaren Pflichten und müssen deren Einhaltung gewährleisten. Sie müssen auf die Berührung anderer Schwellenwerte achten und Änderungen in der Zusammensetzung des Personenkreises oder der Art der Absprache oder der Gruppe melden (Art. 15 Abs. 5 BEHV-EBK). Das verursacht zusätzliche Kosten. Es wird deshalb an dieser Stelle auch für ein engeres und bewussteres Verständnis der meldepflichtrechtlichen Gruppe plädiert. Einzig das Merkmal der Beherrschungsabsicht darf sie von der angebotspflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK unterscheiden.

### 3. Die objektivierte Beherrschungsabsicht i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK

Das Bundesgericht hebt klar hervor, dass das Tatbestandselement «*im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft*» in Art. 27 BEHV-EBK eigenständige Bedeutung hat.<sup>56</sup> Das ist zu begrüßen. Liegt also eine Gruppe i.S.v. Art. 15 BEHV-EBK vor, ist diese nicht ohne weiteres zu einem öffentlichen Angebot verpflichtet. Für die Zwecke der Angebotspflicht verlangt das Bundesgericht eine objektivierte Beherrschungsabsicht, damit überhaupt von einer angebotspflichtigen Gruppe gesprochen werden kann. Es distanziert sich damit scharf von den Feststellungen der Vorinstanzen, welche diesem Element keine eigenständige Bedeutung zumessen wollten. Das Bundesgericht hält auch fest, dass sich

*Ausübung der Stimmrechte* (...) im Sinne von Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK zu betrachten.»; i.S. Helvetia Patria Holding (Bankenkonsortium) vom 24. November 2004, E. 1.2.1: «Die zwischen den genannten Parteien geschlossenen Vereinbarungen haben den Kauf und Verkauf von Beteiligungspapieren zum Gegenstand. Damit ist davon auszugehen, dass die Verträge im Sinne von Art. 15 Abs. 1 und 2 BEHV-EBK relevant sind.»

<sup>53</sup> Nicht zu Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK äusserte sich die UEK in ihrer Empfehlung i.S. Kühne & Nagel International AG vom 13. Oktober 2004, E. 1.2.3. Die Offenlegungsmeldungen der Beteiligten erfolgten daraufhin allesamt individuell (s. SHAB vom 28. Oktober 2004). Insbesondere wurde trotz des Vorliegens eines *Placement Agreement* einschliesslich *Lock-up* zwischen der Deutschen Bank und der Zielgesellschaft, die von Herrn Klaus-Michael Kühne beherrscht wird, keine Gruppe im Sinne der Meldepflicht offen gelegt. Falls diese Meldungen im vornherein von der Offenlegungsstelle abgesegnet worden sind, zeugen sie von einem wünschenswert restriktiven und wenig formalistischen Verständnis der meldepflichtigen Gruppe.

<sup>54</sup> Vgl. die OECD Corporate Governance Grundsätze, Teil 1 II.G, abrufbar unter <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (1. April 2005): «Shareholders, including institutional shareholders, should be allowed to consult with each other on issues concerning their basic shareholder rights as defined in the Principles, subject to exceptions to prevent abuse.»

<sup>55</sup> Der wahre Inhalt der Vereinbarungen ergibt sich dann aus der Empfehlung der UEK, wenn es denn eine solche gibt. In der Offenlegungsmeldung und somit auch in der Daten-

bank der SWX Swiss Exchange über bedeutende Aktionäre gibt es diesbezüglich nur rudimentäre Hinweise. Die nach Art. 20 Abs. 3 lit. c BEHG und Art. 15 Abs. 3 BEHV-EBK geforderten Angaben zur Art der Absprache einer Gruppe sind im grossen Teil der Fälle sehr kurz gehalten.

<sup>56</sup> BGE 130 II 557 f., E. 6.5.

eine unterschiedliche Behandlung von Einzelerwerb und Gruppen durch sachliche Gründe rechtfertigen lässt.<sup>57</sup> Beim Einzelnen führt der Erwerb eines Stimmrechtsanteils von 33<sup>1</sup>/<sub>3</sub>% der Stimmrechte notwendigerweise zur Angebotspflicht. Bei der Gruppe ist dies demgegenüber erst dann anzunehmen, wenn die Beteiligten eine gemeinsame Ausübung der Stimmrechte ins Auge fassen.<sup>58</sup> Es muss auf Grund der Umstände geschlossen werden können, dass eine Beherrschung auch angestrebt wird.

Für zukünftige Fälle liegt der Knackpunkt darin festzustellen, welche Verhaltensweisen als auf die Beherrschung der Zielgesellschaft gerichtet gelten. Hierzu enthält das Urteil des Bundesgerichts wenig Anhaltspunkte. Kaum hilfreich ist die Ausführung, wonach ein gemeinsamer Erwerb nur zur Angebotspflicht führt, «wenn das Geschäft auch Auswirkungen auf die Beherrschung der Gesellschaft haben kann.»<sup>59</sup> Das wird nämlich stets der Fall sein. Es fragt sich, wie weit der (angestrebte) Einfluss auf die Zielgesellschaft gehen muss, um von einer (angestrebten) Beherrschung sprechen zu können. Ist das bereits der Fall, wenn eine einmalige Absprache über die Stimmrechtsausübung vorliegt? Reicht es, wenn sich eine solche Absprache auf ein beliebiges Traktandum an der Generalversammlung bezieht? Reicht die allgemeine Einigung, dass eine bestimmte Strategie gemeinsam verfolgt wird? Das sind Fragen, die in dieser Allgemeinheit nur schwer zu beantworten sind. Im vorliegenden Fall waren die Indizien für die jahrelange gemeinsame Beherrschung der Quadrant durch die Beschwerdeführer erdrückend, so dass sich daraus kaum allgemeine Schlüsse ziehen lassen.

U.E. kann generell nur bei einer *nachhaltigen, wesentlichen, gemeinsamen Einflussnahme* auf die Zielgesellschaft bzw. bereits bei der Absicht zur Ausübung einer solchen davon gesprochen werden, dass die Beherrschung angestrebt wird. Nur dann liegt eine organisierte Gruppe i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK vor. Nachhaltig bedeutet dabei, dass einmalige Absprachen in der Regel ausscheiden. Vorbehalten bleiben Fälle der Fusion, Spaltung und sonstiger Unter-

nehmenszusammenschlüsse, die bereits bei einer einmaligen Verhaltensabstimmung einen Kontrollwechsel bewirken können. Das Wesentlichkeitserfordernis schliesst Absprachen über Aspekte von untergeordneter Bedeutung für die Entwicklung der Zielgesellschaft aus. Dazu gehören u.a. solche über die Wahl des Revisors, der Firma, des Sitzes der Zielgesellschaft und die Erteilung der Décharge.<sup>60</sup> Auch Absprachen über die Wahl von Verwaltungsratsmitgliedern reichen nicht (mehr) *per se* aus, um eine angebotspflichtige Gruppe zu begründen. So beispielsweise, wenn einer Partei der Vereinbarung von der kontrollierenden Aktionärsgruppe die Wahl eines Vertreters in den Verwaltungsrat zugesichert wird.<sup>61</sup> Gemeinsam ist die Einflussnahme nur, wenn die Beteiligten mit vereinten Kräften auf das gemeinsame Ziel, die Zielgesellschaft zu beherrschen, hinwirken.<sup>62</sup> Eine solche Absprache ist insbesondere dann gegeben, wenn die Beteiligten zusammen die Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder bestimmen und die Strategie der Zielgesellschaft gemeinsam festlegen.<sup>63</sup>

#### 4. Die Fälle ohne Gruppenbildung

Verdankenswert sind einige Feststellungen des Bundesgerichts, wann keine Gruppe anzunehmen ist. Dazu gehört beispielsweise, dass Personen gleichzeitig Aktionäre und Verwaltungsratsmitglieder sind; dieser Umstand macht die Betroffenen noch nicht zu einer Gruppe.<sup>64</sup> Auch ist unschädlich, wenn sich

<sup>57</sup> BGE 130 II 557 f., E. 6.5.6.

<sup>58</sup> Fraglich und vom Bundesgericht nicht thematisiert ist, ob eine angebotspflichtige Gruppe zwingend Absprachen über eine gemeinsame Stimmrechtsausübung voraussetzt. Nach Art. 32 Abs. 1 BEHG kommt es auf die Ausübbarkeit der Stimmrechte nicht an. Das würde eher dafür sprechen, diese Frage zu verneinen.

<sup>59</sup> BGE 130 II 558, E. 6.5.6.

<sup>60</sup> Bezüglich der Erteilung der Décharge hat die UEK bereits in diesem Sinne entschieden (vgl. die Empfehlung der UEK i.S. Kühne & Nagel International AG vom 13. Oktober 2004, E. 1.2.2.1).

<sup>61</sup> Vgl. die Empfehlung der UEK i.S. Vontobel Holding AG vom 4. Juni 2004, E. 2.2.

<sup>62</sup> S. die Empfehlung der UEK i.S. SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A. vom 24. August 2004, E. 1.2.3: «*La notion d'action de concert de l'art. 27 OBVM-CFB (...) exige que l'accord et/ou les comportements concluants conduise(nt) les actionnaires à dominer ensemble la société.*»

<sup>63</sup> Vgl. auch dazu die Empfehlung der UEK i.S. Vontobel Holding AG vom 4. Juni 2004, E. 2.2.5, wo ein zentrales Element dafür, dass eine Gruppe i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK verneint wurde, darin lag, dass der Schweizer Verband der Raiffeisenbanken keinen Einfluss auf die Entscheidungen des beherrschenden Aktionärs pools nehmen konnte. Es wurde also nicht gemeinsam auf die Zielgesellschaft Einfluss genommen.

<sup>64</sup> BGE 130 II 559 f., E. 6.6.2.

mehrere Parteien durch die gleiche Anwaltskanzlei vertreten lassen. Dieser Umstand reicht weder aus noch ist er überhaupt relevant, wenn es um die Definition einer Gruppe geht.

Allgemein hält das Bundesgericht ferner fest, dass das blosses Parallelverhalten als solches nicht genügt, eine Gruppe anzunehmen. Es bestätigt damit die entsprechende Feststellung in der Lehre.<sup>65</sup>

Schliesslich sagt das Bundesgericht pointiert, dass ein *Erwerb* vorliegen muss, damit eine Gruppe bejaht werden kann.<sup>66</sup> Damit sind eindeutig Absprachen zwischen voneinander unabhängigen Aktionären zum Verkauf ihrer Aktien an eine andere Partei vom Gruppenbegriff ausgeschlossen. Die betreffenden verkaufswilligen Aktionäre können sich für den Verkauf zusammenschliessen, ohne das Risiko zu laufen, dadurch bereits einer Angebotspflicht zu unterliegen.<sup>67</sup> Das ergibt sich bereits aus dem Wortlaut von Art. 32 Abs. 1 BEHG und von Art. 27 BEHV-EBK, der nur von gemeinsam handelnden Erwerbern spricht.

### C. Die Folgen gruppeninterner Übertragungen

In der Praxis werden sich künftig trotz des Bundesgerichtsurteils nach wie vor schwierige Fragen ergeben, wenn es zu beurteilen gilt, ob eine angebotspflichtige Gruppe gegeben ist. Dies gilt im Besonderen bei Veränderungen, welche in Aktionärsgruppen stattfinden. Im vorliegenden Fall hat das Bundesgericht den Standpunkt der Vorinstanzen zurückgewiesen, dass durch den Aktientausch im Ok-

tober 2000 eine neue Gruppe entstanden ist. Es hat vielmehr eine Untergruppe wahrgenommen und das Geschäft als ein Geschäft zwischen Gruppenmitgliedern bzw. innerhalb einer Gruppe gewürdigt. Die Untergruppe, bestehend aus Triventus und den Beschwerdeführern, habe durch das Tauschgeschäft mit der Coop Bank den Schwellenwert überschritten und sei dadurch angebotspflichtig geworden.

Auch wenn dieser Standpunkt vertretbar ist, so ist er doch nicht zwingend. Das Bundesgericht geht von einer Reduktion der Gruppenmitglieder von fünf auf vier – Triventus mitgerechnet – aus. Um aber die Frage, ob im Oktober 2000 eine neue Gruppe entstanden ist, schlüssig beantworten zu können, hätte das Innenverhältnis zwischen den Beschwerdeführern bzw. Triventus einerseits und der Coop Bank andererseits zum damaligen Zeitpunkt detailliert untersucht werden müssen. Das hat jedoch noch keine Instanz getan. Deshalb können darüber nur folgende Hypothesen aufgestellt werden: Sind die Beschwerdeführer und Triventus gegenüber der Coop Bank selbständig und gemeinsam als Einheit aufgetreten, spräche dies eher dafür, beim Ausscheiden der Coop Bank eine neue Gruppe anzunehmen. Dann wäre nämlich eine Untergruppe zweiten Ranges bestehend aus den Beschwerdeführern zurückgeblieben, die zuvor nur einheitlich der Coop Bank gegenüber gestanden ist. Das käme wirtschaftlich gesehen dem Ausstieg eines von zwei gleichberechtigten Gruppenmitgliedern gleich und nicht einer Reduktion der Gruppe von fünf auf vier Mitgliedern. Die im Oktober 2000 bestehende Gruppe wäre somit als aufgelöst zu betrachten. Wenn sich die Beschwerdeführer und Triventus gemeinsam als Untergruppe zweiten Ranges einerseits und die Coop Bank andererseits stets auf einer Stufe und mit gleichen Rechten innerhalb des grossen Aktionärs-pools begegnet sein sollten, spräche ein weiteres Argument dafür, von einer neuen Gruppe und nicht von einem gruppeninternen Geschäft auszugehen. Wäre nämlich unter solchen tatsächlichen Umständen anstatt den drei Beschwerdeführern ein Einzelaktionär neben der Coop Bank Gruppenmitglied gewesen, wäre er zweifellos angebotspflichtig geworden.<sup>68</sup> Dass die Beschwerdeführer zu dritt agiert haben, sollte ihnen nicht zum Vorteil

<sup>65</sup> BGE 130 II 549, E. 6.4.1.

<sup>66</sup> BGE 130 II 547, E. 6.2.1.

<sup>67</sup> So im Ergebnis jetzt die nach dem BGE 130 II 530 ff. (Quadrant AG) erlassene Empfehlung des UEK i.S. Tornos Holding AG vom 11. Mai 2005. Dasselbe muss auch bei der Meldepflicht nach Art. 20 f. BEHG gelten. Wenn zwei bisweilen mit Blick auf eine kotierte Gesellschaft unabhängig voneinander agierende Blockaktionäre sich entschliessen, ihre Beteiligungen, die addiert eine meldepflichtige Schwelle tangieren, in einem strukturierten Verfahren an einen Dritten zu veräussern, ohne sich untereinander über die Ausübung der Stimmrechte in der Zwischenzeit abzusprechen, legt eine wörtliche Auslegung von Art. 15 Abs. 2 lit. a BEHV-EBK nahe, dass dadurch eine meldepflichtige Gruppe entsteht. Diese Meinung ist abzulehnen. Sie generiert unnötige Informations- und Transaktionskosten und erweckt im Markt den unzutreffenden Eindruck, die beiden Veräusserer würden gemeinsam Einfluss auf die Zielgesellschaft nehmen. Die Meldung des Erwerbers reicht aus, um den Transparenzanforderungen des BEHG zu genügen, allenfalls begleitet von zwei getrennten Veräusserungsmeldungen der Verkäufer, falls diese Schwellenwerte unterschreiten.

<sup>68</sup> Dies wäre die Folge davon gewesen, dass die Gruppe mit der Coop Bank aufgelöst und die Stimmkraft des Einzelaktionärs von 16% – im Pool eingebunden – auf über 42%, die er allein hält, erhöht wurde.

gereichen, wenn sie im Verhältnis zur Coop Bank als gleichberechtigte Einheit aufgetreten sind.

Es wird in Zukunft nicht leicht zu beurteilen sein, ob Änderungen innerhalb eines beherrschenden Aktionärspools zu einer neuen Gruppe führen und die Angebotspflicht auslösen. Geklärt (aber auch nicht zwingend)<sup>69</sup> ist immerhin, dass «das blosses Ausscheiden eines Gruppenmitglieds schon grundsätzlich die Angebotspflicht nicht auslöst.»<sup>70</sup> Das Bundesgericht scheint davon auszugehen, dass die Angebotspflicht beim Überschreiten der relevanten Schwelle gegeben ist. Ob damit effektiv ein Kontrollwechsel bzw. eine Auswirkung auf die Minderheitsaktionäre zu bejahen ist, soll im Rahmen der Beurteilung, ob eine Ausnahme zu gewähren ist, untersucht werden. Es verbleibt dabei ein bedeutender Ermessensspielraum, und die vom Bundesgericht angeführten Kriterien sind zu allgemein, um für die Zukunft eine verlässliche Richtschnur abzugeben.

Eine aus praktischer Sicht gangbare und wohl am besten mit den höchstrichterlichen Ausführungen zur Ausnahmegewährung vereinbare Variante wäre, bei gruppeninternen Transaktionen eine neue organisierte Gruppe i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK nur anzuneh-

men, wenn dadurch ein *Kontrollwechsel innerhalb des Aktionärspools* bewirkt wird. Im Ausnahmeverfahren könnte dann geprüft werden, ob die Kontrolle über die Zielgesellschaft als solche wechselt bzw. ob sich die Stellung der Minderheitsaktionäre dadurch «*zusätzlich verschlechtert.*»<sup>71</sup> Die zweite Möglichkeit bestünde darin, weiterhin auf die bestehende Praxis der UEK abzustellen und zu fragen, ob die Änderung innerhalb der Gruppe aus der Sicht der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft die Natur des Pools modifiziert.<sup>72</sup>

#### D. Die Ausnahme von der Angebotspflicht

Entsprechend seiner Qualifikation, dass hier nicht die Bildung einer neuen Gruppe, sondern ein Geschäft innerhalb einer Gruppe vorliegt, äussert sich das Bundesgericht im Rahmen der Betrachtungen zur Ausnahme von der Angebotspflicht primär zu Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG. Nach dieser Bestimmung ist namentlich dann eine Ausnahme von der Angebotspflicht zu gewähren, wenn eine Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer vertraglich oder auf eine andere Weise organisierten Gruppe vorliegt. Hier stellt das Bundesgericht fest, dass Ausnahmen – Umgehungstatbestände und «*andere Gründe*»<sup>73</sup> vorbehalten – grundsätzlich zu gewähren sind, wenn die Tatbestandselemente erfüllt sind.<sup>74</sup> Hat man bisher angenommen, dass diese Ausnahme bloss in jenen Fällen gilt, in denen die Gruppe in ihrer ursprünglichen Zusammensetzung fortbesteht, so wird dies durch das Bundesgericht explizit zurückgewiesen. Grundsätzlich soll das blosses Ausscheiden eines Gruppenmitglieds die Angebotspflicht nicht auslösen.<sup>75</sup> Übertragungen innerhalb einer Gruppe führen in der Regel zu einer Ausnahme.<sup>76</sup> Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG soll so verstanden werden, dass mit «Gruppe» die Gruppe im Ausgangszustand gemeint ist. Werden

<sup>69</sup> Es sind durchaus Situationen denkbar, in denen das blosses Ausscheiden eines Gruppenmitglieds die Kontrollverhältnisse innerhalb der Gruppe – und letztlich auch innerhalb der Zielgesellschaft selbst – entscheidend verändert. In einem solchen Fall müsste eine Angebotspflicht der verbleibenden Gruppenmitglieder entstehen. Nehmen wir als Beispiel einen Aktionärspool bestehend aus drei ansonsten voneinander unabhängigen Mitgliedern A, B und C. A und B halten je 20% der Stimmen der Zielgesellschaft, C hält 30%. Während sich A und B bezüglich der strategischen Ausrichtung der Zielgesellschaft passiv verhalten und ihre Beteiligungen in erster Linie als finanzielles Investment sehen, nimmt C aktiv die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft wahr und prägt deren Entwicklung wesentlich. C ist also das treibende Glied in der Gruppe und auch bei der Zielgesellschaft. Scheidet nun C aus der Gruppe aus, ohne seine Beteiligung oder einen Teil davon auf A oder B zu übertragen, ändern sich die Kontrollverhältnisse innerhalb der Gruppe und auch bezüglich der Zielgesellschaft entscheidend. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn nun A und B eine aktivere Rolle einnehmen und gemeinsam die Strategie der Zielgesellschaft bestimmen und umsetzen. Die Minderheitsaktionäre stehen dann neu *de facto* einer neuen Gruppe und auch einem Kontrollwechsel an der Zielgesellschaft gegenüber. Die pauschale Feststellung des Bundesgerichts, dass keine Angebotspflicht entsteht, wenn ein Gruppenmitglied ausscheidet, überzeugt deshalb nicht für alle Fälle.

<sup>70</sup> BGE 130 II 565, E. 7.5.3; vgl. auch BGE 130 II 547, E. 6.2.1 m.w.H.

<sup>71</sup> BGE 130 II 566, E. 7.5.3.

<sup>72</sup> Empfehlung der UEK i.S. Helvetia Patria Holding vom 2. April 2001, E. 2.2, Hervorhebungen hinzugefügt; «Das Entstehen einer Angebotspflicht setzt voraus, dass der Ausstieg von AL, das Hinzukommen der Raiffeisen sowie die Steigerung des Aktienanteils der Vontobel die Natur der Gruppe aus der Sicht der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft verändert.»

<sup>73</sup> Worin solche anderen Gründe liegen können, wird leider nicht näher ausgeführt.

<sup>74</sup> BGE 130 II 563 f., E. 7.4.4.

<sup>75</sup> BGE 130 II 565, E. 7.5.3 und 130 II 547, E. 6.2.1.

<sup>76</sup> BGE 130 II 565, E. 7.5.3.

unter den Mitgliedern einer bestehenden Gruppe Aktien verschoben, so soll die Bestimmung nach Ansicht des Bundesgerichts grundsätzlich anwendbar bleiben, selbst wenn im Endzustand einzelne Mitglieder ganz ausscheiden.

Bedeutend wird inskünftig also sein, wann von einem blossen Ausscheiden und wann von einem Geschäft innerhalb einer Gruppe zu sprechen ist. Der Unterschied ist insofern relevant, als im einen Fall die Angebotspflicht verneint wird und im anderen Fall eine Ausnahme von der Angebotspflicht eingeholt werden muss. Dies hat erhebliche praktische Auswirkungen. Erstens setzt die Gewährung einer Ausnahme zwingend ein Gesuch an die UEK und eine entsprechende Empfehlung der UEK voraus. Zweitens können die an der Zielgesellschaft Beteiligten gegen die Ausnahme Einsprache erheben (Art. 34 Abs. 4 BEHV-EBK). Diese Möglichkeit haben sie *de lege lata* nicht, wenn eine Angebotspflicht gar nicht erst als entstanden gilt.<sup>77</sup>

Die materiellen Erwägungen des Bundesgerichts zur Ausnahmegewährung nach Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG überraschen. Neu und mit der bisherigen Praxis<sup>78</sup> nicht im Einklang ist die Feststellung, dass auch bei einem Kontrollwechsel eine Ausnahme gewährt werden kann, wenn sich dadurch die Stellung der Minderheitsaktionäre nicht zusätzlich verschlechtert.<sup>79</sup> Nur wenn das Bundesgericht mit diesen Aus-

führungen einzig einen *Kontrollwechsel innerhalb einer Gruppe* anspricht, der aber keinem Kontrollwechsel bezüglich der Zielgesellschaft als solcher gleichkommt, entspricht diese Meinung dem Sinn und Zweck der Angebotspflicht.<sup>80</sup> Diese soll ja gerade den Minderheitsaktionären im Falle eines Wechsels der Kontrolle an der Zielgesellschaft eine Ausstiegsmöglichkeit gewähren, wie das Bundesgericht selbst aufzeigt.<sup>81</sup> Wechselt nun die Kontrolle innerhalb einer beherrschenden Gruppe definitiv, führt das u.E. zwangsweise auch zu einem Kontrollwechsel auf der Ebene der Zielgesellschaft.<sup>82</sup> Worin dann die vom Bundesgericht geforderte zusätzliche Verschlechterung der Position der Minderheitsaktionäre liegen kann, die eine Ausnahmegewährung ausschliessen würde, bleibt unklar und fraglich. Es erscheint auch wenig zweckmässig, die (ökonomische) Entscheidung, ob eine zusätzliche Benachteiligung der Kleinaktionäre vorliegt, einer Behörde zu übertragen, anstatt sie diesen selbst anhand eines Pflichtangebots zu überlassen. Das System der Angebotspflicht vermutet einen Kontrollwechsel beim Überschreiten des massgebenden Schwellenwerts. Es lässt nur in speziellen Fällen zu, dass kein Pflichtangebot erfolgen muss, obwohl die Kontrolle bezüglich

bar unter [http://www.unige.ch/droit/cdbf/detail\\_actualites.php?id\\_article=261](http://www.unige.ch/droit/cdbf/detail_actualites.php?id_article=261) (1. April 2005).

<sup>77</sup> Vgl. BGE 129 II 183 ff., 191. Die geplante, inzwischen aber sistierte Revision der UEV-UEK würde diese Rechtslage wohl verändern, indem auch Minderheitsaktionäre Empfehlungen der UEK zum Bestand der Angebotspflicht ablehnen könnten.

<sup>78</sup> Entscheid des Bundesgerichts 2A.394/2000 i.S. Baumgartner Papiers Holding SA vom 4. Juli 2001, E. 5.c: «[U]ne dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'acquisition ne peut être accordée que dans des cas justifiés (art. 32 al. 2 in initio LBVM), soit dans des situations où les rapports de domination au sein de la société ne sont pas modifiés.»; Verfügung der EBK i.S. Afipa SA/Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA vom 22. Februar 2002, E. 7.c: «Contrairement à ce que soutient le groupe Heloval, l'impact de la transaction envisagée sur les rapports de domination à l'intérieur du nouveau groupe joue en effet un rôle décisif pour l'octroi d'une éventuelle dérogation à l'obligation d'offre. (...) Aucun changement de contrôle n'étant intervenu, la Commission des OPA a conclu à juste titre que la dérogation à l'obligation d'offre est en l'espèce conforme à l'art. 32 al. 2 LBVM, tel qu'interprété par le Tribunal fédéral.»; Empfehlung der UEK i.S. Intersport PSC Holding AG vom 10. April 2002, E. 1.1.

<sup>79</sup> Ähnlich *Jacques Iffland*, *Offre obligatoire – Le Tribunal fédéral publie les considérants de l'arrêt Quadrant*, abruf-

<sup>80</sup> Dies scheint jedoch leider nicht das Verständnis des Bundesgerichts zu sein. Darauf deutet die Begründung hin, in der sich das Bundesgericht zur Frage des Kontrollwechsels bei Quadrant, also der Zielgesellschaft als solcher, äussert (BGE 130 II 566 f., E. 7.6.1).

<sup>81</sup> BGE 130 II 543, E. 5.3.1 m.w.H.

<sup>82</sup> A.M. ist offenbar *Christian Köppli*, *Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht*, SSHW Bd. 195, Diss., Zürich 2000, S. 189 f., Hervorhebungen im Original: «Dies bedeutet für die Privilegierung von Gruppen-Transaktionen [nach Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG], dass eine Ausnahmegewährung grundsätzlich dann zu erteilen ist, wenn die Transaktion zu *keinem Kontrollwechsel* im Aktionärspool führt, weil unter diesen Umständen kein Schutzbedarf im Sinne von BEHG 32 vorliegt. Führt die Transaktion zu einem Kontrollwechsel in der Gruppe, heisst das aber noch nicht, dass eine Ausnahmegewährung jedenfalls zu verweigern wäre. In diesem Fall müssen die Interessen der Minderheitsaktionäre gegen die Interessen der Gruppenmitglieder abgewogen werden.» Auf ihn beruft sich das Bundesgericht auch wiederholt. *Köppli* bejaht aber offenbar eine Angebotspflicht, «wenn sich einzelne Mitglieder einer Investorengruppe nach Uneinigigkeiten über die Führung der Gesellschaft aus dem Pool zurückziehen und ihren Anteil an die verbleibenden Mitglieder verkaufen.»

der Zielgesellschaft wechselt.<sup>83</sup> Das Pflichtangebot hängt also nicht vom Nachweis zusätzlicher Nachteile für die Kleinanleger ab, wenn eine im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft handelnde Gruppe involviert ist und die Kontrolle innerhalb dieser Gruppe wechselt.<sup>84</sup>

In der Sache selbst zweifelt das Bundesgericht an, dass überhaupt die Kontrolle über Quadrant im Oktober 2000 gewechselt hat.<sup>85</sup> Seit dem Oktober 1999 besitzen die Beschwerdeführer bereits die Mehrheit im Verwaltungsrat, während die Coop Bank damals nur zwei Vertreter entsandte, selbst wenn sie poolintern über deutlich mehr Stimmen verfügte. Diese Frage bedarf auf tatsächlicher Ebene näherer Abklärung.<sup>86</sup> Entscheidend ist, wie der Aktionärspool zwischen der Coop Bank und den Beschwerdeführern ausgestaltet war. Zu diesem Zweck müsste der damals gültige Aktionärbindungsvertrag im Detail konsultiert werden. Es wäre zu prüfen, ob die Beschwerdeführer ihre damalige Mehrheit im Verwaltungsrat ohne wesentliche internen Einschränkungen im Verhältnis zur Coop Bank ausüben konnten. Wenn dem so gewesen ist und die Beschwerdeführer seit Oktober 1999 bereits massgeblich über die Geschicke von Quadrant entschieden haben, wäre ein Kontrollwechsel auf der Ebene der Zielgesellschaft durchaus zu verneinen und eine Ausnahme wäre zu gewähren.

Nun liegt es an der UEK zu beurteilen, ob – was angesichts des bundesgerichtlichen Steilpasses sehr wahrscheinlich erscheint – und allenfalls unter welchen Auflagen i.S.v. Art. 34 Abs. 3 BEHV-EBK Müller, Niggli und Schenk eine Ausnahme von der Angebotspflicht zuzugestehen ist. Aus praktischer Sicht ist ein Pflichtangebot zu diesem Zeitpunkt ohnehin kaum auf befriedigende Weise durchführbar. Zu klä-

ren wäre nämlich erstens die schwierige Frage nach dem richtigen Mindestpreis. Zweitens wären bald fünf Jahre nach der Grenzwertüberschreitung nur noch wenige Angebotsadressaten die richtigen.

#### IV. Fazit

Das Bundesgerichtsurteil i.S. Quadrant bringt für Gruppenfragen bei der Angebotspflicht einige begrüssenswerte Klarstellungen, wirft aber auch bedeutende Fragen auf. Das Fazit rekapituliert die wesentlichen Überlegungen dieser Entscheidungsbesprechung.

- Es steht nun fest, dass ein Mitglied einer bereits vor dem 1. Januar 1998 bestehenden Aktionärsgruppe, die insgesamt mehr als 50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält, das Privileg von Art. 52 BEHG nicht beanspruchen kann, wenn dieses Gruppenmitglied selbst den massgebenden Grenzwert für die Angebotspflicht überschreitet.
- Das Bundesgericht spricht dem Einschub «*im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft*» in Art. 27 BEHV-EBK eigenständige Bedeutung zu. Ob eine Beherrschungsabsicht gegeben ist, beurteilt sich nach objektiven Kriterien. Der Entscheid stellt keine allgemeinen Kriterien auf, die auf eine angestrebte Beherrschung der Zielgesellschaft hindeuten. Eine solche ist u.E. nur zu bejahen, wenn die sich absprechenden Personen nachhaltig, wesentlich und gemeinsam Einfluss auf die Zielgesellschaft nehmen. Geklärt ist nun, dass die Gruppe bei der Angebotspflicht enger zu verstehen ist als bei der Meldepflicht nach Art. 20 BEHG. Allein das Kriterium der Kontrollabsicht sollte u.E. die angebotspflichtige von der meldepflichtigen Gruppe unterscheiden.
- Das Bundesgericht lässt offen, ob auch enge soziale Kontakte familiärer oder geschäftlicher Art eine Gruppe begründen können. Die UEK bejaht diese Frage weiterhin. U.E. können soziale Kontakte familiärer oder geschäftlicher Natur für sich allein keine Gruppe begründen. In solchen Fällen fehlt es an der notwendigen Abstimmungshandlung. Diese liegt nur vor, wenn zwischen den Beteiligten eine bewusste interaktive Kommunikation erfolgt ist, die zu einer Einigung über den Gegenstand der Koordination geführt hat.
- Die Mitglieder eines Verwaltungsrates, welche gleichzeitig Aktionäre der Zielgesellschaft sind, bilden nicht ohne weiteres eine Gruppe. Auch ein

<sup>83</sup> In folgenden Fällen muss kein Pflichtangebot unterbreitet werden, obwohl ein Kontrollwechsel bezüglich der Zielgesellschaft vorliegt: bei den Ausnahmen von Gesetzes wegen nach Art. 32 Abs. 3 BEHG (Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung), ferner auch bei Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG (Sanierung) und bei Art. 34 Abs. 2 lit. c BEHV-EBK (Holdingübernahme).

<sup>84</sup> *Iffland* (Fn 79): «*Dans le système des règles sur l'offre obligatoire, la situation des minoritaires est aggravée du seul fait du changement de contrôle. Exiger la preuve d'un préjudice supplémentaire contredit le fondement même de la réglementation.*»

<sup>85</sup> BGE 130 II 566 f., E. 7.6.1.

<sup>86</sup> Gleich verhält es sich wie bereits gesehen bei der Frage, ob im Oktober 2000 eine neue Gruppe entstanden ist. (Vgl. III. C)

bloss paralleles Verhalten von Aktionären reicht nicht aus, um eine Gruppe entstehen zu lassen. Gleiches gilt für Absprachen zwischen voneinander unabhängigen Aktionären zum Verkauf ihrer Aktien an eine andere Partei.

- Nicht klar wird auf Grund des Urteils, wann Änderungen innerhalb eines beherrschenden Aktionärs-pools zu einer neuen Gruppe führen und die Angebotspflicht auslösen. Das könnte der Fall sein, wenn auf Grund der gruppeninternen Transaktion die Kontrolle innerhalb der Gruppe wechselt oder – entsprechend der bisherigen Praxis der UEK – wenn die Änderung innerhalb der Gruppe aus der Sicht der Minderheitsaktionäre die Natur der Pools modifiziert. Das Bundesgericht hat entschieden, dass keine Angebotspflicht entstehen kann, wenn bloss ein Mitglied aus einer Gruppe ausscheidet. Diese Überlegung erscheint nicht zwingend.
- Bei der Gewährung von Ausnahmen von der Angebotspflicht wird mit Spannung zu erwarten sein, wie die UEK die bundesgerichtlichen Vorga-

ben über die Folgen eines Kontrollwechsels – nicht nur im Fall Quadrant – umsetzt. Es bleibt zu wünschen, dass die UEK die Bedeutung der entsprechenden Erwägungen auf gruppeninterne Kontrollwechsel beschränkt und so in Übereinstimmung mit der bisherigen Praxis bleibt.

Zwei allgemeine Punkte verdienen abschliessend noch Beachtung: *Erstens* wird die übermässige Verfahrensdauer von mittlerweile bald vier Jahren den Bedürfnissen des Kapitalmarktes und der Investoren nicht gerecht.<sup>87</sup> *Zweitens* ist der Sanktionsmechanismus bei verspätet entdeckten Verletzungen der Angebotspflicht, wo die Unterbreitung eines Angebots nicht mehr praktikabel ist, ungenügend. Zu erwägen wäre vielleicht, ob künftig die Möglichkeit im Gesetz vorgesehen werden sollte, Bussen zu verhängen, wie dies bei der Meldepflicht schon jetzt der Fall ist.<sup>88</sup> Denkbar ist auch, die Suspendierung der Stimmrechte nach Art. 32 Abs. 7 BEHG griffiger auszugestalten, beispielsweise indem der UEK oder der EBK ermöglicht wird, die Sanktion direkt auszusprechen.

<sup>87</sup> Die UEK eröffnete die Angelegenheit mit einer Anfrage an Müller, Niggli und Schenk im Oktober 2001. Zur Behörden- und Rechtsmittelreorganisation vgl. den Vorschlag im EBK-Jahresbericht 2002, S. 68.

<sup>88</sup> Vgl. Art. 41 BEHG.