

Die Praxis der Übernahmekommission im Jahr 2015

Georg Gotschev und Marc D. Nagel*

Im Jahr 2015 verlief der Übernahmemarkt in ruhigen Bahnen, zumindest was die Anzahl öffentlicher Übernahmeangebote betraf. Lediglich zwei Übernahmeangebote lagen der Übernahmekommission zur Prüfung vor: Das Pflichtangebot auf die Aktien der Sulzer AG sowie das freiwillige Angebot auf die Titel der Micronas Semiconductor Holding AG. Ungeachtet dessen verzeichnete das Jahr 2015 einen kräftigen Anstieg an Verfahren, in denen die Übernahmekommission zur Prüfung anderer übernahmerechtlich relevanter Sachverhalte angerufen wurde. Insbesondere ging es dabei um das Nichtbestehen einer Angebotspflicht oder die Gewährung von Ausnahmen von der Angebotspflicht (17 Verfahren im Jahr 2015 gegenüber 6 Verfahren 2014). Die von der Übernahmekommission beurteilten Sachverhalte

wiesen teilweise eine beachtliche Komplexität auf. Hervorzuheben ist in dieser Hinsicht die Annäherung zwischen der Kaba Holding AG und der Mankel-Gruppe sowie der die SHL Telemedicine Ltd. betreffende reverse triangular merger. Des Weiteren wurde das Jahr 2015 in übernahmerechtlicher Hinsicht auch wesentlich durch den Fall Sika AG geprägt. In dieser Angelegenheit erliess die Übernahmekommission mehrere Verfügungen und stellte fest, dass die Opting out-Klausel rechts-gültig ist.

Schliesslich liess sich die Übernahmekommission in fünf Fällen zu Transaktionen vernehmen, welche in der Folge nicht durchgeführt wurden oder nicht zustande kamen. Die entsprechenden Verfügungen wurden entsprechend auch nicht veröffentlicht.

Inhaltsübersicht

- I. Vorbemerkung
- II. Pflichtangebot an die Aktionäre der Sulzer AG
 - 1. Verfügung 611/01 vom 12. August 2015
 - 2. Verfügung 611/02 vom 28. September 2015
- III. Angebot an die Aktionäre der Micronas Semiconductor Holding AG
- IV. Opting out
 - 1. Sika AG
 - 2. Kaba Holding AG
 - 3. Schindler Holding AG
- V. (Nicht-)Bestehen der Angebotspflicht
 - 1. Cassiopeia S.p.A.
 - 2. Cytos Biotechnology AG
- VI. Ausnahme von der Angebotspflicht
 - 1. LECLANCHE SA
 - 2. Züblin Immobilien Holding AG
 - 3. SHL Telemedicine Ltd.
- VII. Fazit

I. Vorbemerkung

Im vorliegenden Beitrag werden die wichtigsten Fälle vorgestellt, die im Jahr 2015 der Übernahmekommission vorgelegen sind. Entsprechend wird bei der Präsentation dieser Fälle auf die bis am 31. Dezember 2015 geltenden Rechtsnormen verwiesen.

II. Pflichtangebot an die Aktionäre der Sulzer AG

1. Verfügung 611/01 vom 12. August 2015

Am 30. Juni 2015 hielt Viktor F. Vekselberg indirekt über Tiwel Holding AG (Tiwel) insgesamt 33,19% der Stimmrechte an Sulzer AG (Sulzer). Zwischen dem 29. und dem 31. Juli 2015 erwarb Tiwel weitere 59 216 Sulzer-Aktien. Damit überschritt Tiwel direkt und Viktor F. Vekselberg indirekt den Grenzwert von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte an Sulzer. Die Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 1 BEHG wurde ausgelöst. Am 3. August 2015 publizierte Tiwel ein öffentliches Kaufangebot an die Aktionäre von Sulzer. Tiwel offerierte CHF 99.20 pro Sulzer-Aktie. Am 12. August 2015 verfügte die Übernahmekommission, dass das öffentliche Kaufangebot von Tiwel an die Aktionäre von Sulzer den gesetzlichen Bestimmungen entsprach.¹

* Dr. iur. Georg Gotschev und lic. oec. HSG et lic. iur. HSG Marc D. Nagel sind als Rechtskonsulenten bei der Übernahmekommission tätig. Der vorliegende Beitrag gibt ihre persönliche Auffassung wieder. Sie danken BLaw Dominik Penkov für die kritische Durchsicht dieses Beitrags. Die Übernahmekommission wird dadurch nicht gebunden.

¹ Vgl. Verfügung 611/01 vom 12. August 2015 i.S. Sulzer AG.

Tiwel hatte den Antrag gestellt, dass eine allfällige erneute Überschreitung des Schwellenwerts von 33 $\frac{1}{3}$ % durch Tiwel oder durch deren Schwestergesellschaft Liwet Holding AG (Liwet) nach der Durchführung des öffentlichen Kaufangebots keine erneute Angebotspflicht auslöst. Zu diesem Zeitpunkt war noch offen, ob Tiwel oder Liwet überhaupt eine Ausnahme brauchen würden. Ebenso war noch unklar, welcher Sachverhalt die potenzielle Grenzwertüberschreitung verursachen würde. Letzteres hing namentlich von der Andienungsquote sowie vom Verhalten der kreditgebenden Bank ab. Entsprechend nahm die Kommission an, dass der Sachverhalt mit zu vielen Unbekannten behaftet und noch nicht entscheidungsreif war. Die Anbieterin wurde darauf verwiesen, zu einem späteren Zeitpunkt ein erneutes Gesuch zu stellen. Auf den Antrag wurde mangels eines aktuellen Feststellungsinteresses nicht eingetreten.²

2. Verfügung 611/02 vom 28. September 2015

Am 18. September 2015 wurde die definitive Meldung des Zwischenergebnisses des öffentlichen Angebots von Tiwel publiziert. Demnach wurden Tiwel bis zum Ablauf der Angebotsfrist insgesamt 8,89% aller am 31. Juli 2015 kotierten Sulzer-Aktien angekauft. Die Beteiligung von Tiwel betrug somit insgesamt 42,25% der Stimmrechte an Sulzer.

Das öffentliche Kaufangebot von Tiwel sollte gegebenenfalls durch einen Bankkredit in der Höhe von rund USD 2500000000 von Sberbank of Russia (Sberbank) finanziert werden. Falls das öffentliche Angebot von Tiwel zusätzlich mit der Sberbank-Finanzierung finanziert werden musste, konnte Sberbank nach Massgabe der sogenannten *loan to value ratio* unter Umständen von Tiwel eine vorzeitige Rückzahlung der Finanzierung verlangen. Alternativ konnte Sberbank weitere Sicherheiten fordern. Tiwel konnte also gezwungen werden, weitere Sicherheiten zu stellen, um eine vorzeitige Rückzahlung der Finanzierung abzuwenden. Tiwel würde gegebenenfalls von Liwet weitere Sulzer-Aktien kaufen, um diese Sberbank als Sicherheit zur Verfügung zu stellen. Dabei bestand die Möglichkeit, dass Tiwel als Folge dieser Zukäufe nach Vollzug des öffentlichen Kaufan-

gebots den Schwellenwert von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte an Sulzer individuell überschreitet.

Entsprechend stellte Tiwel den Feststellungsantrag, dass Zukäufe von Sulzer-Aktien durch Tiwel von Liwet nach dem Vollzug des Pflichtangebots keine Angebotspflicht auslösen, wenn Tiwel dadurch den Schwellenwert von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte an Sulzer individuell überschreitet. Eventualiter beantragte Tiwel eine Ausnahme von der Angebotspflicht für den Fall, dass Tiwel als Folge von solchen Zukäufen den Schwellenwert von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte an Sulzer individuell überschreitet.

Nach der Praxis der Übernahmekommission löste die gruppeninterne Übertragung einer Beteiligung zwischen zwei hundertprozentigen Tochtergesellschaften für diejenige Tochtergesellschaft, die individuell den Schwellenwert überschreitet, eine Angebotspflicht aus.³ Für die von der Gesuchstellerin angestrebte Praxisänderung wurde im aktuellen Zeitpunkt kein Anlass gesehen.⁴ Es sei gerechtfertigt, solche Sachverhalte im Rahmen eines Verfahrens über die Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht zu überprüfen.

Weiter brachte Tiwel vor, dass eine Angebotspflicht nicht bestehe, weil die mögliche individuelle Überschreitung des Grenzwertes von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte kurz nach dem Vollzug des eigenen öffentlichen Kaufangebots erfolgte und mit Letzterem in sachlicher und zeitlicher Hinsicht zusammenhing.

Die mögliche Grenzwertüberschreitung von Tiwel erfolgte jedoch nicht im Rahmen des öffentlichen Angebots, sondern erst nach dessen Vollzug. Der zeitliche und inhaltliche Bezug zum öffentlichen Angebot ergab sich nach Ansicht der Übernahmekommission einzig aus der spezifischen Finanzierungsstruktur dieses Angebots. Entsprechend wurde angenommen, dass es sich um eine separate, spätere Grenzwertüberschreitung eines Gruppenmitgliedes handelt, die die Angebotspflicht auslöst.⁵ Dafür gewährte die Übernahmekommission Tiwel eine Ausnahme nach Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG, weil die Stimmrechte innerhalb einer vertraglich organisier-

² Verfügung 611/01 vom 12. August 2015 i.S. *Sulzer AG*, Rn 22–27.

³ Vgl. Verfügung 579/01 vom 24. September 2014 i.S. *Feintool International Holding AG*, Rn 6 f.

⁴ Verfügung 611/02 vom 28. September 2015 i.S. *Sulzer AG*, Rn 5.

⁵ Verfügung 611/02 vom 28. September 2015 i.S. *Sulzer AG*, Rn 9 f.

ten Gruppe übertragen wurden. Das bewirkte für die Minderheitsaktionäre keinen Kontrollwechsel.⁶

III. Angebot an die Aktionäre der Micronas Semiconductor Holding AG

Beim freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der TDK Magnetic Field Sensor G.K. (TDK) an die Aktionäre der Micronas Semiconductor Holding AG (Micronas) machte die Übernahmekommission darauf aufmerksam, dass die im Angebotsprospekt von TDK⁷ enthaltenen Bedingungen für einen durchschnittlichen Anleger nur äusserst schwer verständlich seien. Die Kommission behielt sich entsprechend vor, «in künftigen Angeboten, nicht zuletzt mit Blick auf deren Lauterkeit und Transparenz i.S.v. Art. 1 UEV, vermehrt und verstärkt darauf zu achten, dass die Bedingungen im Allgemeinen und die Regelung ihrer Geltungsdauer im Besonderen für einen durchschnittlichen Anleger verständlicher werden». Um die einzelnen Bedingungen verständlicher zu machen, so die Übernahmekommission weiter, würde es sich beispielsweise anbieten, dass man diesen kurze Titel oder Überschriften zuweist.⁸

Betreffend die im Angebotsprospekt enthaltene Bedingung (b),⁹ welche das Angebot davon abhängig machte, dass die notwendigen wettbewerbsrechtlichen Freistellungen erteilt werden, hielt die Übernahmekommission sodann mit Blick auf ihre zukünftige Praxis fest, dass eine solche Bedingung unter Umständen zu einer unzulässigen Potestativbedingung i.S.v. Art. 13 Abs. 2 UEV verkommen kann. Das wäre insbesondere der Fall, wenn der Anbieter oder die Zielgesellschaft nicht mit der nötigen Sorgfalt und zur rechten Zeit die allenfalls nötigen Eingaben, namentlich diejenigen an die jeweils zuständigen Wettbewerbsbehörden, einreichen. Zur Überprüfung dieser Vorgänge behielt sich die Übernahmekommission das Recht vor, entsprechende Eingaben des Anbieters und der Zielgesellschaft einzuverlangen. Schliesslich wies die Übernahmekommission darauf

hin, dass es trotz der gebotenen Sorgfalt bei der rechtzeitigen Einleitung der Verfahren vor den Wettbewerbsbehörden möglich sei, dass die erforderliche Freistellung im Zeitpunkt des Vollzugs des Angebots noch nicht vorliegt. In einem solchen Fall wäre auf Grund einer Interessenabwägung zu entscheiden, ob die Anbieterin allenfalls verpflichtet sein könnte, den Vollzug bis zum Erhalt dieser Freistellung aufzuschieben.¹⁰

IV. Opting out

1. Sika AG

Die Übernahmeschlacht um die schweizerische Bauchemieherstellerin Sika AG (Sika), über welche auch bereits im Rahmen der letztjährigen Ausgabe dieser Beitragsreihe berichtet wurde,¹¹ fand im Jahr 2015 ihre Fortsetzung. Im Dezember 2014 hatte die Sika-Gründerfamilie Burkard mit der französischen Compagnie de Saint-Gobain (Saint-Gobain) einen Aktienkaufvertrag über die Veräusserung ihrer 100%-Beteiligung an der Schenker-Winkler Holding AG abgeschlossen. Die Schenker-Winkler Holding AG kontrollierte die Sika – dank ihres Anteils an den nicht-kotierten Stimmrechtsaktien – mit einem Anteil von rund 16,43% des Aktienkapitals und rund 52,62% der Stimmrechte.¹²

Nachdem Saint-Gobain die Öffentlichkeit über den Abschluss des Aktienkaufvertrags informiert und gleichzeitig angekündigt hatte, dass sie den Publikumsaktionären von Sika wegen des in deren Statuten enthaltenem Opting out kein Übernahmeangebot unterbreiten werde, formierte sich unmittelbar Widerstand gegen die Pläne von Saint-Gobain und der Sika-Gründerfamilie. Sowohl die Mehrheit des Verwaltungsrats und des Managements der Sika als auch namhafte Publikumsaktionäre wie Cascade Investment, L.L.C., William H. Gates III und Melinda French Gates¹³ leisteten in der Folge Widerstand gegen die beabsichtigte Kontrollübernahme durch den franzö-

⁶ Verfügung 611/02 vom 28. September 2015 i.S. *Sulzer AG*, Rn 13.

⁷ Angebotsprospekt vom 22. Dezember 2015 der TDK Magnetic Field Sensor G.K., lit. B, Ziffer 7, S. 8 ff.

⁸ Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 i.S. *Micronas Semiconductor Holding AG*, Erw. 6.

⁹ Angebotsprospekt vom 22. Dezember 2015 der TDK Magnetic Field Sensor G.K., lit. B, Ziffer 7 (b), S. 8.

¹⁰ Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 i.S. *Micronas Semiconductor Holding AG*, Erw. 6.2.

¹¹ *Pascal Bovey/Luc Thévenoz*, *Développements du droit suisse des OPA*, SZW 2015 259 f.

¹² Zum Ganzen auch *Camille Auberson/Damien Oppliger*, *L'affaire Sika*, SZW 2015 614 ff.

¹³ Vgl. u.a. die unter http://www.sika.com/de/group/Media/Mediareleases/media_archive/2015/aktionaersunterstuet

sischen Konzern. Der Verwaltungsrat wies dabei u.a. auf die fehlende industrielle Logik der Transaktion hin und kritisierte den Mangel an bedeutenden Synergien zu Gunsten Sikas. Auch befürchtete er eine Beeinträchtigung des *shareholder value*, da Sika ihre erfolgreiche Wachstumsstrategie unter dem geplanten neuen Set-up nicht mehr würde fortsetzen können. Des Weiteren beanstandete der Verwaltungsrat den Umstand, dass den Publikumsaktionären, die rund 84% des Aktienkapitals an Sika hielten, kein entsprechendes Angebot für ihre Aktien gemacht werde.¹⁴

Die Parteien gelangten in der Folge an die Übernahmekommission, um die strittigen Rechtsfragen zu klären. Im Verfahren 594,¹⁵ das die Schenker-Winkler Holding AG angestossen hatte, stellte die Übernahmekommission fest, dass das Opting out gültig war. Ausserdem entschied die Kommission, dass bei einer Abschaffung des Opting out Art. 22 Abs. 3 BEHG und die diesbezügliche Praxis der Übernahmekommission zur nachträglichen Einführung eines Opting out nicht anwendbar waren.¹⁶

Im Verfahren 598¹⁷ ersuchten William H. Gates III und Melinda French Gates sowie Cascade Investment, L.L.C. als qualifizierte Aktionäre die Übernahmekommission darum, festzustellen, dass eine Angebotspflicht von Saint-Gobain bestand. Dabei stellte sich die Frage, ob sich Saint-Gobain als Erwerberin einer Kontrollbeteiligung an Sika auf die Opting-out-Klausel berufen konnte. Die Übernahmekommission befasste sich dabei mit der Auslegung der Opting-out-Klausel im Lichte der ebenfalls in den Statuten von Sika verankerten Vinkulierungsklausel.¹⁸ Ausser-

zung-fuer-sika-verwaltungsrat.html> abrufbare Medienmitteilung von Sika AG (Abruf 1.6.2016).

¹⁴ Siehe dazu die unter <http://www.sika.com/de/group/Media/Mediareleases/media_archive/2014/sika-not-support-change.html> abrufbare Medienmitteilung von Sika AG (Abruf 1.6.2016).

¹⁵ Siehe Verfügung 594/01 vom 5. März 2015 i.S. Sika AG, Verfügung 594/02 vom 9. März 2015 i.S. Sika AG sowie Verfügung 594/03 vom 1. April 2015 i.S. Sika AG.

¹⁶ Vgl. Verfügung 594/01 vom 5. März 2015 i.S. Sika AG, Erw. 1.2.3.

¹⁷ Siehe Verfügung 598/01 vom 1. April 2015 i.S. Sika AG, Verfügung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 4. Mai 2015 i.S. Sika AG sowie das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 27. August 2015 i.S. Sika AG.

¹⁸ Nach erwähnter Vinkulierungsklausel kann «[d]er Verwaltungsrat ... einen Erwerber von Namenaktien als Aktionär ablehnen, soweit die Anzahl der von ihm gehaltenen Namen-

aktien 5% der Gesamtzahl der im Handelsregister eingetragenen Namenaktien überschreitet.»¹⁹ Verfügung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 4. Mai 2015 i.S. Sika AG.
²⁰ Urteil vom Bundesverwaltungsgericht 27. August 2015 i.S. Sika AG.
²¹ Siehe dazu die unter <http://www.sika.com/de/group/Media/Mediareleases/media_archive/2015/family-loses-voting-rights-priviledge.html> abrufbare Medienmitteilung von Sika AG (Abruf 1.6.2016).

dem behandelte die Kommission die Frage, ob die Opting out-Klausel durch Saint-Gobain rechtsmissbräuchlich angerufen wurde. Die Übernahmekommission entschied, dass die Opting out-Klausel auf die vorliegende Transaktion anwendbar ist und dass weder Saint-Gobain noch allfällige in gemeinsamer Absprache handelnde Personen verpflichtet sind, den Aktionären von Sika ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten. Die entsprechende Verfügung wurde zunächst an die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA¹⁹ und sodann, zur endgültigen Beurteilung, an das Bundesverwaltungsgericht²⁰ weitergezogen. Beide Instanzen bestätigten die Verfügung. Die wesentlichen übernahmerechtlich relevanten Aspekte, d.h. Gültigkeit des Opting out und dessen Anwendbarkeit auf die vorliegende Transaktion, wurden damit durch das Bundesverwaltungsgericht geklärt. Damit dürfte sich der Übernahmekampf um Sika nunmehr anhand der Beurteilung der gesellschaftsrechtlichen Frage entscheiden, ob das Stimmrecht der Schenker Winkler Holding AG infolge des zwischen der Sika-Gründerfamilie Burkard und Saint-Gobain abgeschlossenen Aktienkaufvertrags auf Grund der statutarischen Vinkulierungsbestimmung auf 5% beschränkt werden kann oder nicht.²¹ Die Frage bildet Gegenstand eines laufenden Verfahrens vor den Gerichten des Kantons Zug.

2. Kaba Holding AG

2.1 Sachverhalt

26 Familienaktionäre hielten insgesamt knapp 20% der Aktien und somit der Stimmrechte an der Kaba Holding AG (Kaba). Die Familie Mankel beherrschte indirekt die DORMA Holding GmbH + Co. KGaA (DORMA Holding). Damit kontrollierte die Familie Mankel auch die direkten und indirekten Tochtergesellschaften der DORMA Holding (die Dorma Hol-

aktien 5% der Gesamtzahl der im Handelsregister eingetragenen Namenaktien überschreitet.»

¹⁹ Verfügung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 4. Mai 2015 i.S. Sika AG.

²⁰ Urteil vom Bundesverwaltungsgericht 27. August 2015 i.S. Sika AG.

²¹ Siehe dazu die unter <http://www.sika.com/de/group/Media/Mediareleases/media_archive/2015/family-loses-voting-rights-priviledge.html> abrufbare Medienmitteilung von Sika AG (Abruf 1.6.2016).

ding zusammen mit ihren Tochtergesellschaften, die DORMA Gruppe).

Kaba und die Familie Mankel planten, ihre operativen Gesellschaften zusammenzulegen. Dabei war namentlich vorgesehen, die operativen Gesellschaften der Kaba in die DORMA Holding einzubringen. Zudem sollte ein selektives Opting out in § 5a der neuen Statuten eingeführt werden. Schliesslich sollte ein neuer § 36 in die Statuten der Kaba aufgenommen werden. Dieser Paragraph betraf den vorab gefassten Beschluss der Generalversammlung über eine als «Übertragungsvereinbarung» bezeichnete Transaktionsvereinbarung. Diese räumte der Familie Mankel im Fall eines Kontrollwechsels über Kaba das Recht ein, eine Beteiligung von 50,1% an dorma+kaba Holding GmbH+Co. KGaA, der neuen Joint-Venture-Gesellschaft, zu erwerben.

Kaba und die Familie Mankel vereinbarten, dass der Verwaltungsrat von Kaba eine ausserordentliche Generalversammlung der Kaba einberuft, nachdem die Transaktion angekündigt wurde, um diese den Aktionären zur Genehmigung zu unterbreiten. Dass das selektive Opting out durch die Generalversammlung angenommen wurde, war dabei zum einen eine aufschiebende Bedingung des Transaktionsvertrags. Zum anderen erfolgten die Beschlüsse über die Aufnahme des erwähnten § 36 für den Fall bedingt, dass die Transaktion effektiv durchgeführt wurde. Ferner sollte die Familie Mankel zusammen mit den Familienaktionären von Kaba einen Aktionärbindungsvertrag mit Vetorechten, Stimmpflichten sowie Vorkaufsrechten abschliessen. Die an diesem Vertrag beteiligten Poolaktionäre würden dann gemeinsam ca. 27,3% der Stimmrechte an Kaba halten.

2.2 Selektives Opting out

Zur Frage des Opting out hielt die Kommission fest, dass die Familie Mankel zwar nur ca. 27,3% der Stimmrechte an Kaba halten wird. Damit würde sie die angebotspflichtige Schwelle von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte nicht überschreiten. Wegen der komplexen Transaktionsstruktur sowie den diversen Einflussmöglichkeiten und Vetorechten konnte aber nicht ausgeschlossen werden, dass diese Transaktion einen Kontrollwechsel implementierte und gleichzeitig die Angebotspflicht umging.²²

²² Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 1.

Dadurch, dass ein Opting out in die Statuten von Kaba aufgenommen werden sollte, wurde diese Frage vorweg beantwortet. Entsprechend bestätigte die Kommission ihre Praxis, wonach es unter zwei Voraussetzungen übernahmerechtlich gültig ist, nachträglich ein Opting out einzuführen. Zum einen müssen die Aktionäre über die Einführung des Opting out und die daraus resultierenden Folgen transparent informiert werden. Zum anderen müssen die Mehrheit der vertretenen Stimmen sowie die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung dem Opting out zustimmen.²³ Da es im langfristigen Interesse von Kaba war, die Transaktion gemäss den Ausführungen des Verwaltungsrates durchzuführen, und da die Gründe und Auswirkungen des Opting out in der Einladung zur ausserordentlichen Generalversammlung sowie der entsprechenden Informationsbrochure beschrieben werden, erachtete die Kommission die Anforderungen an die Transparenz als gewahrt.²⁴

Sodann folgten Erwägungen zur aktuellen Praxis betreffend die Einführung eines nachträglichen Opting out: Diesem liegt der Gedanke zu Grunde, dass die transparent informierten Minderheitsaktionäre selbst über die damit verbundenen Vor- und Nachteile entscheiden sollen. Deshalb erschien es der Kommission als sachgerecht, ein transaktionsspezifisches Opting out ebenfalls zuzulassen.²⁵ Die Aktionäre würden bei einem derartigen Opting out ja lediglich teilweise auf ihr gesetzlich vorgesehenes Ausstiegsrecht verzichten. Ein selektives Opting out stellte deshalb den weniger starken Eingriff in die Aktionärsrechte dar als das allgemeine Opting out. Deshalb sprachen auch Überlegungen des Anlegerschutzes nicht dagegen, ein selektives Opting out als zulässig anzusehen.²⁶

2.3 Transaktionsvereinbarung

Bezüglich der Transaktionsvereinbarung hielt die Kommission fest, dass diese geeignet ist, potenzielle

²³ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 1.1.

²⁴ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 1.2.

²⁵ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 1.4.2.

²⁶ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 1.4.2.

Anbieter abzuschrecken. Sie stelle somit eine Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 29 Abs. 2 BEHG dar.²⁷

Beschlüsse der Generalversammlung unterliegen den entsprechenden börsengesetzlichen Einschränkungen nach Art. 29 Abs. 2 BEHG nicht. Weil die Transaktionsvereinbarung von der Generalversammlung von Kaba genehmigt worden war, bevor das öffentliche Angebot veröffentlicht wurde, handelte es sich in diesem Fall um einen sogenannten Vorababschluss. Ein solcher Beschluss auferlegt den Aktionären Beschränkungen im Hinblick darauf, ob sie ein mögliches künftiges Angebot annehmen oder ablehnen. Ohne aber die Eckwerte eines potenziellen Angebots zu kennen, könnten die Aktionäre die Tragweite ihrer Entscheidung schwer abschätzen.²⁸ Entsprechend sei ein solcher Vorababschluss mit Blick auf Art. 27 ZGB nur zulässig, falls er wieder aufgehoben werden kann.²⁹

Das statutarische Mehrheitserfordernis von 75% sollte aber bis zum 31. Dezember 2018 gelten. Dieses würde die Aufhebung des vorgeschlagenen § 36 der Statuten in einer ersten Phase faktisch verhindern. Die Kommission fand allerdings, dass es ab dem 1. Januar 2019 mit einfacher Mehrheit aufzuheben sei. In einer Gesamtbetrachtung erachtete die Kommission die Klausel als zulässig.³⁰ Da schliesslich das Gesellschaftsrecht nicht i.S.v. Art. 29 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 37 UEV offensichtlich verletzt werde, missachtete die vorgeschlagene Transaktionsvereinbarung nach Ansicht der Kommission keine übernahmerechtlichen Bestimmungen.³¹

Die vorliegend besprochene Verfügung wurde in der Lehre kritisiert.³² So fanden es *Baum/von der Crone*³³ angesichts der klar formalen Sichtweise erstaunlich, dass die Transaktion als Implementierung eines

Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht qualifiziert werden konnte. Sie führten ferner aus, dass das *obiter dictum* der Übernahmekommission zu einer allfälligen Auslösung der Angebotspflicht bei Erwerb von weniger als 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte (...) mehr Fragen offen lässt, als es beantwortet. Die Autoren plädierten, den börsengesetzlichen Ausgangspunkt nicht aus den Augen zu verlieren und beim formellen Konzept der Kontrolle zu verbleiben, soweit es um die Frage geht, ob eine Angebotspflicht ausgelöst wird.³⁴

3. Schindler Holding AG

Im Fall Schindler Holding AG³⁵ beurteilte die Übernahmekommission die Rechtmässigkeit einer statutarischen Opting in-Klausel (sogenannte massgeschneiderte «Opting in»-Klausel).³⁶ Mit dieser Klausel wollte die Schindler Holding AG das seit 1996 in ihren Statuten enthaltene Opting out-Regime³⁷ modifizieren.³⁸ Der neue Art. 40 der Statuten der Schindler Holding AG sah für den Fall eines Kontrollwechsels individuelle Regelungen für das Verfahren eines öffentlichen Kaufangebots und die hierbei grundsätzlich zu beachtenden Konditionen vor. Konkret sollte ein Käufer, welcher 50% oder mehr des Aktienkapitals und damit die Kontrolle über die Schindler Hol-

³⁴ *Baum/von der Crone* (Fn 32), 417, 422.

³⁵ Zum Ganzen auch *Baum/von der Crone* (Fn 32), 417 ff., insbesondere 427 f.

³⁶ Neuer Art. 40 der Statuten der Schindler Holding AG, vgl. dazu die unter <http://www.schindler.com/com/internet/en/media/press-releases-german/press-releases-2015/schindler-verankert-angebotspflicht-bei-kontrollwechsel.html> abrufbare Medienmitteilung (Abruf 1.6.2016).

³⁷ Die in Art. 39 der Statuten der Schindler Holding AG enthaltene Opting out-Klausel fand mit Beschluss der Generalversammlung vom 6. Mai 1996 und somit vor Inkrafttreten des BEHG (per 1. Januar 1998) Aufnahme in die Statuten der Gesellschaft, womit das Opting out von der Übernahmekommission – vorbehaltlich von Nichtigkeitsgründen – nicht auf seine Gültigkeit überprüft wird.

³⁸ Über die Einführung der massgeschneiderten «Opting in»-Klausel versuchte die Schindler Holding AG u.a., eine mit Sika AG vergleichbare Situation zu verhindern, in der eine sehr hohe Kontrollprämie an die Mehrheitsaktionäre bezahlt werden soll, ohne den Publikumsaktionären ein öffentliches Übernahmeangebot machen zu müssen; vgl. Verfügung 594/01 vom 5. März 2015 i.S. *Sika AG*, Verfügung 598/01 vom 1. April 2015 i.S. *Sika AG* sowie die diesbezüglichen Entscheide der FINMA vom 4. Mai 2015 und des Bundesverwaltungsgerichts vom 1. September 2015.

²⁷ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 2.1.

²⁸ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 2.2.

²⁹ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 2.2.1.

³⁰ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 2.2.1.

³¹ Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 2.3 f.

³² *Olivier Baum/Hans Caspar von der Crone*, Selektives Opting out und Transaktionsvereinbarung, Verfügung 600/01 der Übernahmekommission (UEK) vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*: Gültigkeit Opting out und Abwehrmassnahme, SZW 2015 417 ff.

³³ *Baum/von der Crone* (Fn 32), 417, 421 f.

ding AG erwirbt, über die neue Statutenbestimmung verpflichtet werden, allen Aktionären und Inhabern von Partizipationsscheinen vorgängig ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten. Andernfalls würde er vom Verwaltungsrat nicht als Aktionär mit Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen. Der Preis dieses freiwilligen öffentlichen Kaufangebots sollte dabei mindestens dem Börsenkurs, d.h. dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 30 Börsentage, entsprechen. Er durfte zudem höchstens 10% unter dem höchsten Preis liegen, den der Käufer in den 12 vergangenen Monaten für Beteiligungspapiere von Schindler bezahlt hatte.

Die Übernahmekommission war der Meinung, dass der Gesetzgeber mit dem Grundsatz der Angebotspflicht und den Ausnahmebestimmungen über das Opting out und das Opting up ein ausschliessliches, in sich geschlossenes gesetzliches System des Übernahmerechts geschaffen hatte. Damit sei ein erschöpfender Rechtsrahmen vorgegeben, der den Rechtsunterworfenen keinen Spielraum für eine weitergehende, individuelle Gestaltung der Übernahmeregeln eröffne.³⁹

Während die Verfügung der Übernahmekommission in der breiten Öffentlichkeit grösstenteils auf ein positives Echo stiess, wurde sie in der Lehre vereinzelt kritisiert. So wiesen *Baum/von der Crone*⁴⁰ darauf hin, dass die Frage der Zulässigkeit einer detaillierten statutarischen Regelung der Sachverhalte, in denen der Verwaltungsrat eine Ausnahme von einer statutarischen Vinkulierungsklausel gewähren kann, gesellschaftsrechtlicher Natur sei. Entsprechend handele es sich gar nicht um eine übernahmerechtliche Frage. Des Weiteren war für die Autoren die Argumentation der Übernahmekommission teilweise inkonsequent: So hielten sie es für widersprüchlich, dass die Übernahmekommission im Fall *Kaba*⁴¹ das Argument *a maiore ad minus* zur Rechtfertigung des formell selektiven Opting out heranzog. Im Fall *Schindler* hingegen schloss sie aus der Ausschliesslichkeit der gesetzlichen Konzeption von Angebotspflicht, Opting out und Opting up auf die Unzulässigkeit eines massgeschneiderten «Opting in». Vor dem Hintergrund, dass die Übernahmekommission im Fall *Kaba* die

notwendige Transparenz als gegeben sah, obwohl die Opting out-Klausel ausgesprochen komplex und damit für Laien nur beschränkt verständlich war, verfange, so die Autoren weiter, schliesslich auch das Argument der Intransparenz und Rechtsunsicherheit nicht restlos.

V. (Nicht-)Bestehen der Angebotspflicht

1. Cassiopeia S.p.A.

Im Fall *Cassiopeia S.p.A.* (*Cassiopeia*) gelangte *Cosmo Pharmaceuticals SpA* (*Cosmo*) mit folgendem Sachverhalt an die Übernahmekommission: *Cosmo* hielt 97% der *Cassiopeia*-Aktien. Diese Titel sollten an der SIX Swiss Exchange AG kotiert werden. Dabei war vorgesehen, dass die Beteiligung von *Cosmo* an *Cassiopeia* unter 50% der Stimmrechte fallen, aber noch über 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte verbleiben sollte. *Cosmo* stellte ein Feststellungsgesuch, dass die anschliessende Überschreitung der 50%-Schwelle keine Angebotspflicht für alle *Cassiopeia*-Aktien auslösen sollte.

Es stellte sich zunächst die Frage, ob die Übernahmekommission eine Verfügung erlassen konnte bezüglich einer Gesellschaft, die noch nicht kotiert war. Gemäss dem Wortlaut von Art. 22 Abs. 1 BEHG ist die Kotierung eine Voraussetzung, um die Art. 22 ff. sowie Art. 52 f. BEHG überhaupt anzuwenden. Die Kommission entschied, dass *Cassiopeia* und *Cosmo* ein legitimes Interesse hatten, dass ihr Gesuch vor der Kotierung der *Cassiopeia*-Aktien behandelt wird.⁴²

In diesem Fall ging es um die Anwendbarkeit der Übergangsbestimmung gemäss Art. 52 BEHG. Wer demnach bei Inkrafttreten des BEHG über eine Beteiligung von mehr als 33 $\frac{1}{3}$ %, aber weniger als 50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, muss ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten, wenn er den Grenzwert von 50% der Stimmrechte überschreitet. Ebenso war zu prüfen, ob gestützt auf Art. 35 BEHV-FINMA die Angebotspflicht auflebte. Nach dieser Norm muss derjenige, welcher «nach Inkrafttreten des BEHG eine vorbestehende Beteiligung von 50 oder mehr Prozent der Stimmrechte einer Gesellschaft auf einen Anteil unter 50 Prozent reduziert, [...] ein Angebot nach Art. 32

³⁹ Vgl. Verfügung 610/01 vom 21. Juli 2015 i.S. *Schindler Holding AG*, Erw. 4.1.

⁴⁰ *Baum/von der Crone* (Fn 32), 427 ff.

⁴¹ Siehe dazu die Ausführungen vorne unter IV.2.

⁴² Verfügung 604/01 vom 8. Juni 2015 i.S. *Cassiopeia S.p.A.*, Rn 3.

BEHG unterbreiten, wenn diese Person später den Grenzwert von 50 Prozent wieder überschreitet».

Die Kommission hielt fest, dass sich Art. 52 BEHG als Übergangsbestimmung einzig auf Gesellschaften bezog, die bereits kotiert waren, als das BEHG in Kraft trat. Dasselbe galt für die Norm des Art. 35 BEHV-FINMA.⁴³ Damit waren diese Bestimmungen nicht auf Cassiopeia anwendbar, deren Beteiligungspapiere noch nicht kotiert waren. Wenn also Cosmo nach der Kotierung von Cassiopeia seine Beteiligung an dieser Gesellschaft wieder auf über 50% der Stimmrechte erhöhen sollte, hätte das keine Angebotspflicht zur Folge.⁴⁴

2. Cytos Biotechnology AG

Kuros Biosurgery Holding AG (Kuros) und die börsenkotierte Cytos Biotechnology AG (Cytos; Kuros und Cytos zusammen: die Parteien)⁴⁵ wollten mittels *reverse quasi merger* fusionieren. Es stellte sich die Frage, ob diese Transaktion für die Gesuchsteller (d.h. Kuros sowie bestimmte Aktionäre von Kuros) eine Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG in Bezug auf Cytos auslöste. Die Transaktion, welche gemäss den Abmachungen eines zwischen den Parteien geschlossenen sog. *Combination Agreement* durchgeführt werden sollte, sah Folgendes vor: Mit einer Kapitalerhöhung sollten neue Cytos-Aktien geschaffen werden, welche sodann von interessierten Aktionären von Kuros gezeichnet und durch die Einbringung von deren Kuros-Aktien liberiert wurden. Das oberste Führungsgremium von Cytos sollte ausserdem mit einer Mehrheit von bisherigen Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitgliedern von Kuros neu besetzt werden. Schliesslich sollte die Firma von Cytos in Kuros Biosciences AG (Kuros Biosciences) geändert werden. Mit dem Vollzug der Transaktion⁴⁶ gelangte eine solide Mehrheit der Stimmrechte und des Akti-

enkapitals an Kuros Biosciences in die Hände der vor-maligen Aktionäre von Kuros.

Die Übernahmekommission befand, dass die Transaktion für die Gesuchsteller keine Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG auslöst, da sie zum einen keine Vereinbarungen vorfinden konnte, welche die Ausübung der Stimmrechte an der Kuros Biosciences zum Gegenstand hatten.⁴⁷ Zum anderen stiess sie auch sonst auf keine Indizien, wonach die an der Transaktion teilnehmenden Kuros-Aktionäre ihr Verhalten auf andere Weise im Hinblick auf Kuros Biosciences abstimmten. Damit bildeten sie keine organisierte Gruppe mit Beherrschungsabsicht i.S.v. Art. 31 BEHV-FINMA.⁴⁸

VI. Ausnahme von der Angebotspflicht

1. LECLANCHE SA

Seit dem 10. April 2013 hatte LECLANCHÉ SA (Leclanché) ein Opting up auf 49% der Stimmrechte in den Statuten. Die Gruppe Precept (Precept) hielt 53,45% der Stimmrechte an Leclanché. Die Gruppe Bruellan (Bruellan) hielt ihrerseits 20,55% der Stimmrechte an Leclanché. Im Zeitpunkt, als die vorliegend besprochene Verfügung⁴⁹ erlassen wurde, hielt die Gruppe Recharge (Recharge) keine Aktien an Leclanché.

Precept, Bruellan und Recharge koordinierten im Anschluss an den Abschluss diverser Refinanzierungsverträge ihr Stimmrechtsverhalten an der nächsten Generalversammlung von Leclanché mit Bezug auf die Sanierung von Leclanché. Damit bildeten sie eine angebotspflichtige organisierte Gruppe i.S.v. Art. 31 BEHV-FINMA ab dem Zeitpunkt, in welchem sie die Refinanzierungsverträge unterzeichnet hatten. Die Tatsache, dass Recharge zu diesem Zeitpunkt noch keine Beteiligungspapiere an Leclanché hielt,

⁴³ Verfügung 604/01 vom 8. Juni 2015 i.S. *Cassiopeia S.p.A.*, Rn 8–11.

⁴⁴ Verfügung 604/01 vom 8. Juni 2015 i.S. *Cassiopeia S.p.A.*, Rn 11.

⁴⁵ Diese Transaktion wurde im Januar 2016 vollzogen, siehe dazu die Medienmitteilung von Kuros Biosciences AG unter <http://www.kuros.ch/uploads/news/id228/Kuros_Press_D_Fusion_Vollzug_160120%20FINAL.pdf> (Abruf 1.6.2016).

⁴⁶ Mit dem Vollzug der Transaktion wurde Kuros zu einer Tochtergesellschaft von Cytos bzw. Kuros Biosciences.

⁴⁷ Der unter den Kuros-Aktionären abgeschlossene, vorbestehende Aktionärsbindungsvertrag (sog. *Shareholder's Agreement*) bezog sich lediglich auf deren Beteiligung an Kuros und wurde, da die an der Transaktion teilnehmenden Kuros-Aktionäre mit Vollzug der Transaktion aus dem Aktionärsbindungsvertrag ausschieden, für diese unwirksam.

⁴⁸ Im Übrigen ging die Übernahmekommission auch davon aus, dass zwischen den Gesuchstellern auch keine anderen schriftlichen oder stillschweigenden Übereinkünfte für die Zeit nach der Transaktion bestehen.

⁴⁹ Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 i.S. *LECLANCHÉ SA*.

wurde als irrelevant angesehen. Die Angebotspflicht i.S.v. Art. 32 Abs. 1 BEHG wurde vielmehr durch die Bildung einer neuen Gruppe, die insgesamt 74% der Stimmrechte hielt, ausgelöst.⁵⁰

In diesem Fall war es für die Kommission allerdings klar ausgewiesen, dass Leclanché sanierungsbedürftig war.⁵¹ Auch wurden die gewählten Massnahmen als geeignet angesehen, um den Fortbestand von Leclanché sicherzustellen.⁵² Folglich wurde Precept, Bruellan und Recharge eine Sanierungsausnahme von der Angebotspflicht gestützt auf Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG gewährt. Diese Ausnahme galt auch für den Fall, dass die aus Precept, Bruellan und Recharge bestehende organisierte Gruppe i.S.v. Art. 31 BEHV-FINMA später aufgelöst wurde.⁵³

2. Züblin Immobilien Holding AG

Mit Eingabe vom 26. Mai 2015 ersuchte Lamesa Holding S.A.⁵⁴ als Hauptaktionärin der an der SIX Swiss Exchange AG kotierten Züblin Immobilien Holding AG die Übernahmekommission um Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht im Hinblick auf eine allfällige Grenzwertüberschreitung infolge des Erwerbs von Aktien zwecks Sanierung der Immobiliengesellschaft i.S.v. Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG.

Die Übernahmekommission erachtete sowohl den Sanierungsbedarf⁵⁵ als auch die Eignung der ergriffenen Sanierungsmassnahmen⁵⁶ als gegeben. Sie gewährte deshalb gestützt auf Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG die Ausnahme von der Angebotspflicht für den Fall, dass es infolge der beabsichtigten Sanierungstransaktion zu einer Überschreitung des Grenzwerts gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG kommt.

⁵⁰ Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 i.S. *LECLANCHÉ SA*, Rn 6.

⁵¹ Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 i.S. *LECLANCHÉ SA*, Rn 11.

⁵² Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 i.S. *LECLANCHÉ SA*, Rn 12–14.

⁵³ Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 i.S. *LECLANCHÉ SA*, Rn 16.

⁵⁴ Zu den weiteren Gesuchstellern gehörten die direkten und indirekten Eigentümer der Lamesa Holding S.A. und deren wirtschaftlich Berechtigter, Viktor F. Vekselberg.

⁵⁵ Notwendigkeit einer Rekapitalisierung als Folge eines Kapitalverlustes i.S.v. Art. 725 Abs. 1 OR.

⁵⁶ Die beabsichtigte Sanierungstransaktion sah die Durchführung einer Kapitalherabsetzung mit einer anschliessenden Kapitalerhöhung unter Wahrung des Bezugsrechts der bisherigen Aktionäre vor.

3. SHL Telemedicine Ltd.

3.1 Anwendbarkeit des CH-Übernahmerechts und Ausnahme von der Angebotspflicht

Der Verfügung 609/01 vom 14. Juli 2015 i.S. *SHL Telemedicine Ltd.* lag im Kern die Transaktionsform eines *reverse triangular merger*⁵⁷ bzw. eines *squeeze out merger*⁵⁸ nach israelischem Recht zu Grunde. Dabei strebte die chinesische Käuferin (Shanghai Jiuchuan Investment [Group] Co., Ltd.) über ein neu gegründetes israelisches Akquisitionsvehikel eine 100%-Beteiligung an der israelischen, an der SIX Swiss Exchange AG hauptkotierten SHL Telemedicine Ltd. an.⁵⁹

Als Fusion zweier israelischer Gesellschaften lag die beabsichtigte Transaktion im Anwendungsbereich israelischen Fusionsrechts. Andererseits bezweckte die beabsichtigte Transaktion⁶⁰ auch einen Kontrollwechsel, da die Käuferin mehr als 33⅓% der Beteiligungsrechte der Zielgesellschaft erwarb. Dieser Kontrollwechsel war bei einer ausländischen Gesellschaft mit Hauptkotierung an der SIX Swiss Exchange geplant.⁶¹ Die Folge war, dass schweizerisches Übernah-

⁵⁷ Bei einem *reverse triangular merger* gründet die Käuferin regelmässig ein Akquisitionsvehikel, im vorliegenden Fall *merger sub* genannt, das mit Vollzug der Transaktion vom eigentlichen *target*, d.h. der Zielgesellschaft, absorbiert wird – deshalb der Ausdruck *reverse* (bei einem *forward triangular merger* würde die Zielgesellschaft hingegen vom Akquisitionsvehikel absorbiert) –, womit die die Käuferin letztlich die Beteiligungsrechte des *targets* direkt hält.

⁵⁸ Nach israelischem Recht setzt ein solcher *squeeze out-merger* – im vorliegenden Fall handelte es sich um eine Fusion mit Bar-Zwangsabfindung an die Aktionäre der Zielgesellschaft – ein Quorum von lediglich 50% der stimmberechtigten Gesellschafter des *targets* voraus und nicht beispielsweise 90% wie in der Schweiz (Art. 8 und 18 des Fusionsgesetzes).

⁵⁹ Der Zusammenschluss der beiden Gesellschaften kam in der Folge nicht zustande, vgl. dazu die unter <http://www.shl-telemedicine.com/wp-content/uploads/2015/11/SHL-press-release-transaction-terminated-1.12.2015-EN.pdf> abrufbare Medienmitteilung der SHL Telemedicine Ltd. (Abruf 1.6.2016).

⁶⁰ Die Transaktion galt mangels Offerte der Käuferin an die Aktionäre der SHL Telemedicine Ltd. und mangels einer individuellen Wahlmöglichkeit eines jeden Aktionärs nicht als öffentliches Kaufangebot im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG (vgl. Verfügung 609/01 vom 14. Juli 2015 i.S. *SHL Telemedicine Ltd.*, Erw. 2).

⁶¹ Vgl. Art. 22 Abs. 1 lit. b BEHG.

merecht zur Anwendung gelangte⁶² und die Transaktion auch die Angebotspflicht gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG auslösen würde.

Dem potenziellen Kompetenzkonflikt zwischen israelischem Fusionsrecht und schweizerischem Übernahmerecht begegnete die Übernahmekommission, indem sie für die beabsichtigte Transaktion eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährte. Gleichzeitig knüpfte sie diese Ausnahme an bestimmte Bedingungen und Auflagen,⁶³ um sicherzustellen, dass die Ziele des Schweizerischen Übernahmeregts (d.h. Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit) und ein dem schweizerischen Recht gleichwertiger Anlegerschutz gemäss israelischem Recht beachtet werden.

3.2 Praxisänderung: Unzulässiger Minderheitsabschluss

Eine weitere Besonderheit des vorliegenden Falles liegt darin, dass dieser zu einer Praxisänderung im Bereich der Bewertung illiquider Titel⁶⁴ führte: Tole-

rierte die Übernahmekommission in ihrer bisherigen Praxis grundsätzlich noch, dass die Prüfstellen bei der Ermittlung des Werts von Beteiligungsrechten in steter Praxis einen Abzug für mangelnde Kontrolle eines Minderheitsaktionärs – den sog. «Minderheitsabschlag»⁶⁵ – vorgenommen hatten,⁶⁶ so verfügte die Übernahmekommission im vorliegenden Fall, dass ein solcher Abschlag nicht mehr akzeptiert wird. Begründet wurde dies damit, dass der Minderheitsabschlag dem Gleichbehandlungsprinzip oder, konkreter, dem Verbot der Bezahlung einer Kontrollprämie⁶⁷ widerspricht.⁶⁸

VII. Fazit

Die wesentlichsten, für die Praxis relevanten Punkte aus den vorne erwähnten Verfügungen der Übernahmekommission seien nachfolgend in Kürze zusammengefasst:

- Wird eine Beteiligung an einer börsenkotierten Gesellschaft ohne Opting out innerhalb zweier hundertprozentiger Tochtergesellschaften übertragen, löst das für diejenige Tochtergesellschaft,

⁶² Die Bestimmungen des 5. Abschnitts des Börsengesetzes gelten für öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an Gesellschaften (Zielgesellschaften) (i) mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind, sowie (ii) mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind (Art. 22 Abs. 1 lit. a und b). Gemäss Art. 53b Abs. 1 BEHV gelten Beteiligungspapiere einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland als in der Schweiz hauptkotiert, wenn sie mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat wie die Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz. Die Börse veröffentlicht, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind (Art. 53b Abs. 2 BEHV).

⁶³ Als konkrete Massnahmen verlangte die Übernahmekommission von den Geschüstellern einerseits die Einhaltung der Mindestpreisregeln sowie andererseits die Einhaltung von spezifischen Auflagen zur Herstellung einer erhöhten Transparenz. In casu wurde die Zielgesellschaft verpflichtet, einen sog. Bericht des Verwaltungsrates, der Anleger in der Schweiz fundiert über die Transaktion informiert, elektronisch und in den Zeitungen zu veröffentlichen.

⁶⁴ Die Mindestpreisregeln (Art. 32 Abs. 4 BEHG bzw. Art. 40 und 41 BEHV-FINMA) verlangen, dass der Preis eines Angebots mindestens dem Börsenkurs bzw. dem höchsten Preis entspricht, den der Anbieter in den letzten 12 Monaten für Beteiligungspapiere bezahlt hat (sog. Preis des vorangegangenen Erwerbs). Bei illiquiden Titeln – wie vorliegend denjenigen der SHL Telemedicine Ltd. – ist anstelle des Börsenkurses auf die Bewertung der Titel durch eine Prüfstelle abzustellen (Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA).

⁶⁵ Auf Pflichtangebote und freiwillige Angebote, welche Beteiligungspapiere umfassen, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde (sog. Kontrollwechsel-Angebote), kommen die Mindestpreisregeln (Art. 32 Abs. 4 BEHG bzw. Art. 40 und 41 BEHV-FINMA) zur Anwendung. Letztere verlangen, dass der Preis eines Angebots mindestens dem Börsenkurs (d.h. dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung; *Volume Weighted Average Price, VWAP*) bzw. dem höchsten Preis entspricht, den der Anbieter in den letzten 12 Monaten für Beteiligungspapiere bezahlt hat (sog. Preis des vorangegangenen Erwerbs). Bei illiquiden Titeln ist anstelle des Börsenkurses auf die Bewertung der Titel durch eine Prüfstelle abzustellen (Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA).

⁶⁶ Abschläge für die fehlende Kontrolle wurden jedoch zuvor schon angezweifelt, wenn gar keine kontrollierenden Aktionäre vorhanden waren, vgl. z.B. Verfügung 499/01 vom 13. Dezember 2011 i.S. *Newave Energy Holding SA*, Erw. 4.2.

⁶⁷ Im Rahmen der per 1. Mai 2013 in Kraft getretenen Revision des Übernahmeregts wurde die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie bei öffentlichen Übernahmen abgeschafft (vgl. Art. 32 Abs. 4 BEHG), vgl. dazu auch Botschaft vom 31. August 2011 zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), BBl 2011, 6883.

⁶⁸ Vgl. Verfügung 609/01 vom 14. Juli 2015 i.S. *SHL Telemedicine Ltd.*, Erw. 3.2.1.3.

- die individuell den Schwellenwert überschreitet, weiterhin die Angebotspflicht aus.⁶⁹
- Wird der Grenzwert von 33¹/₃% der Stimmrechte nicht im Rahmen eines öffentlichen Angebots, sondern nach dessen Vollzug überschritten, löst das grundsätzlich die Angebotspflicht aus.⁷⁰
 - Bei künftigen Angeboten will die Übernahmekommission vermehrt darauf achten, dass die Bedingungen und die Regelung ihrer Geltungsdauer für einen durchschnittlichen Anleger verständlicher werden.⁷¹
 - Wird nachträglich ein Opting out eingeführt, müssen zum einen die Aktionäre über die Einführung des Opting out und die daraus resultierenden Folgen transparent informiert werden. Zum anderen muss die Mehrheit der vertretenen Stimmen sowie die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung dem Opting out zustimmen.⁷² Ein transaktionsspezifisches Opting out ist auch zulässig.⁷³
 - Nach Ansicht der Übernahmekommission hat der Gesetzgeber mit dem Grundsatz der Angebotspflicht und den Ausnahmebestimmungen über das Opting out und das Opting up ein ausschliessliches, in sich geschlossenes gesetzliches System des Übernahmerechts geschaffen. Es besteht für die Rechtsunterworfenen kein Spielraum für eine weitergehende, individuelle Gestaltung der Übernahmeregel.⁷⁴
 - Art. 52 BEHG und Art. 35 BEHV-FINMA beziehen sich als Übergangsbestimmungen einzig auf Gesellschaften, die bereits kotiert waren, als das BEHG in Kraft trat.⁷⁵
 - Die Tatsache, dass eine Partei einer organisierten Gruppe keine Beteiligungspapiere an der Zielgesellschaft hält, bedeutet nicht per se, dass diese Partei nicht Mitglied der organisierten Gruppe sein kann.⁷⁶
 - Ein Minderheitsabschlag bei der Ermittlung des Werts von Beteiligungsrechten wird in Zukunft nicht mehr akzeptiert.⁷⁷

⁶⁹ Vgl. Verfügung 611/02 vom 28. September 2015 i.S. *Sulzer AG*, Rn 5.

⁷⁰ Vgl. Verfügung 611/02 vom 28. September 2015 i.S. *Sulzer AG*, Rn 9 f.

⁷¹ Vgl. Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 i.S. *Micronas Semiconductor Holding AG*, Erw. 6.

⁷² Vgl. Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 1.1.

⁷³ Vgl. Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, Erw. 1.4.2.

⁷⁴ Vgl. Verfügung 610/01 vom 21. Juli 2015 i.S. *Schindler Holding AG*, Erw. 4.1.

⁷⁵ Vgl. Verfügung 604/01 vom 8. Juni 2015 i.S. *Cassiopeia S.p.A.*, Rn 8–11.

⁷⁶ Vgl. Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 i.S. *LECLANCHÉ SA*, Rn 6.

⁷⁷ Vgl. Verfügung 609/01 vom 14. Juli 2015 i.S. *SHL Telemedicine Ltd.*, Erw. 3.2.1.3.