

Die Praxis der Übernahmekommission im Jahr 2016

Georg Gotschev | Marc D. Nagel*

Im Jahr 2016 setzte sich die Übernahmekommission (UEK) mit sechs öffentlichen Übernahmeangeboten auseinander, womit man nach einem in dieser Hinsicht schwachen Vorjahr wieder an das Niveau der Jahre 2013 und 2014 anknüpfen konnte.

Das Gesamtvolumen der sechs im Jahr 2016 beurteilten öffentlichen Übernahmeangebote belief sich auf bemerkenswerte CHF 46 Mrd. Rund CHF 43 Mrd. entfielen dabei auf das öffentliche Kaufangebot der China National Chemical Corporation an die Aktionäre von Syngenta AG. Die Milliardengrenze sprengten sodann auch das Angebot der chinesischen HNA Group Co., Ltd. an die Aktionäre von gategroup Holding AG mit einem Volumen von rund CHF 1,5 Mrd. sowie die Offerte der schwedischen EQT Private Equity Fonds-Gruppe an die Aktionäre von Kuoni Reisen Holding AG mit einem Gesamtwert von rund CHF 1,4 Mrd. Unterhalb der Schwelle von CHF 1 Mrd. bewegten sich die Angebote der AFG Arbonia-Forster-Holding AG an die Aktionäre der Looser Holding AG und der ACRON-Gruppe an die

Aktionäre der ACRON HELVETIA VII Immobilien AG sowie das Angebot einer Investorengruppe um die italienische OVS S.p.A. an die Aktionäre der Charles Vögele Holding AG.

Die Anzahl an Verfahren, in denen die UEK zur Prüfung anderer übernahmerechtlich relevanter Sachverhalte (sog. andere Verfahren, z.B. im Hinblick auf das Bestehen einer Angebotspflicht) angerufen wurde, vermochte den 2015 erreichten Höchstwert von 17 Verfahren nicht mehr zu erreichen. Mit insgesamt 13 Verfahren lag dieser Wert aber immer noch deutlich über dem langjährigen Durchschnitt.

Die UEK befasste sich 2016 sodann auch mit insgesamt 13 Rückkaufprogrammen. Speziell hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang auf die Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 i.S. AP Alternative Portfolio AG, mittels welcher erstmalig ein Rückkaufprogramm freigestellt wurde, bei dem der Rückkaufpreis im Rahmen einer sog. Dutch Auction festgesetzt wurde.

Inhaltsübersicht

- I. Angebot an die Aktionäre von Kuoni Reisen Holding AG
 1. Verfügung 623/01 vom 25. Februar 2016
 2. Verfügung 623/02 vom 30. März 2016
 3. Verfügung 623/03 vom 2. Mai 2016
- II. Angebot an die Aktionäre von Charles Vögele Holding AG
 1. Verfügung 638/01 vom 9. September 2016
 2. Verfügung 638/02 vom 16. September 2016
 3. Verfügung 638/03 vom 18. Oktober 2016
- III. Angebot an die Aktionäre von Syngenta AG
 1. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016
 2. Verfügung 624/02 vom 7. März 2016
 3. Verfügung 624/03 vom 29. April 2016
 4. Verfügung 624/04 vom 31. Oktober 2016
- IV. Angebot an die Aktionäre von gategroup Holding AG
 1. Verfügung 630/01 vom 19. Mai 2016
 2. Verfügung 630/02 vom 18. November 2016
- V. Angebot an die Aktionäre von Looser Holding AG – Verfügung 639/01 vom 28. September 2016
 1. Sachverhalt
 2. Erwägungen
- VI. Pflichtangebot an die Aktionäre von ACRON HELVETIA VII Immobilien AG
 1. Verfügung 637/01 vom 5. August 2016
 2. Verfügung 637/02 vom 7. Oktober 2016
 3. Verfügung 646/01 vom 17. November 2016
- VII. (Nicht-)Bestehen einer Angebotspflicht
 1. Verfügung 627/01 i.S. EFG Bank European Financial Group SA vom 22. Februar 2016
 2. Verfügung 645/01 i.S. Vontobel Holding AG vom 18. November 2016
 3. Verfügung 626/01 vom 23. Februar 2016 i.S. SCHMOLZ+BICKENBACH AG und Verfügung 641/01 vom 7. Oktober 2016 i.S. Sulzer AG
- VIII. Öffentliche Rückkaufprogramme
 1. Öffentliches Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG
 2. Öffentliches Rückkaufprogramm von Alpine Select AG
- IX. Fazit

* Dr. iur. Georg Gotschev und lic. oec. HSG et lic. iur. Marc D. Nagel sind als Rechtskonsulenten bei der UEK tätig. Der vorliegende Beitrag gibt ihre persönliche Auffassung wieder. Die UEK wird dadurch nicht gebunden.

I. Angebot an die Aktionäre von Kuoni Reisen Holding AG

1. Verfügung 623/01 vom 25. Februar 2016

1.1 Sachverhalt

Diskussionsstoff lieferte der Fall Kuoni Reisen Holding AG (**Kuoni**). Das Aktienkapital von Kuoni war eingeteilt in 1 249 500 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.20, entsprechend 25% der Stimmrechte und 6,25% des Aktienkapitals (**Kuoni A Aktien**). Zudem gab es 3 748 500 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1.00. Dies entsprach 75% der Stimmrechte und 93,75% des Aktienkapitals (**Kuoni B Aktien**). Die Kuoni A Aktien waren nicht kotiert und wurden vollständig von der Kuoni und Hugentobler-Stiftung (**Stiftung**) gehalten.

Gemäss den Statuten von Kuoni konnte es der Verwaltungsrat ablehnen, einen Aktionär mit Stimmrecht einzutragen, wenn dieser mehr als drei Prozent des im Handelsregister eingetragenen Kapitals besass. Die Statuten von Kuoni enthielten sodann ebenfalls eine Stimmrechtsbeschränkung auf 3% des Aktienkapitals. Des Weiteren war der Besitzstand von Aktionären, die am 25. Februar 1995 im Aktienbuch eingetragen waren, gewahrt, dies sowohl für die Prozentvinkulierung als auch für die Stimmrechtsbeschränkung.

Am 1. Februar 2016 schlossen Kiwi Holding IV S.à r.l. (**Kiwi**) und Kuoni eine Transaktionsvereinbarung ab. Darin verpflichtete sich Kiwi, ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Kuoni B Aktien zum Preis von CHF 370 pro Aktie zu unterbreiten. Am gleichen Tag schlossen die Stiftung und Kiwi Holding II S.A. eine Vereinbarung betreffend das zu unterbreitende Angebot ab. Ebenso schloss die Stiftung mit Kiwi Holding III S.A. eine Vereinbarung ab, mit der geregelt wurde, wie die von der Stiftung gehaltenen Kuoni A Aktien in die gemeinsam gehaltene Gesellschaft eingebracht werden.

Die Stiftung verpflichtete sich, alle von ihr gehaltenen Kuoni A Aktien in die Kiwi Holding III S.A. einzubringen. Dafür würde sie neu ausgegebene Aktien der Kiwi Holding III S.A. erhalten. Die Stiftung sollte am Ende der Transaktion zwischen 10% und 15% am Aktienkapital der Kiwi Holding III S.A. halten. In jedem Fall sollte sie 25% der Stimmrechte an Kiwi Holding III S.A. erhalten. Ferner wurden der Stiftung gewisse Minderheitenrechte vertraglich zugesichert. Ausserdem erhielt sie ausgewählte Vetorechte auf

Stufe Generalversammlung und Verwaltungsrat von Kiwi Holding III S.A. einschliesslich Kuoni. Des Weiteren wurden der Stiftung auch Vertretungsrechte in den Verwaltungsräten von Kiwi Holding III S.A., Kiwi und Kuoni zugesichert, welche ihrem Stimmrecht entsprachen. Die Parteien hatten schliesslich vereinbart, dass die Stiftung während mindestens fünf Jahren eine jährliche Zahlung im Umfang von rund CHF 2,0 Mio. erhält.

Die Parteien waren sodann übereingekommen, dass der Einlagepreis für die Kuoni A Aktien nennwertadjustiert dem Angebotspreis für die Kuoni B Aktien entsprechen sollte. Zudem war beabsichtigt, dass die wirtschaftlich an Kiwi berechnete EQT Private Equity Fonds-Gruppe (**EQT**) die Stiftung für den Abschluss der Aktionärsvereinbarung entschädigt. Vorgesehen war eine Entschädigung im Umfang des Nettowertes der wesentlichen Leistungen. Diese wurden auf Grundlage eines Gutachtens von IFBC sowie der Bestätigung der Prüfstelle mit maximal 20% im Vergleich zum nennwertadjustierten Preis für die Kuoni A Aktien bewertet. Das durfte aber nur in dem Ausmass geschehen, in welchem die UEK den Vorteil zu Gunsten von EQT als rechtlich zulässig anerkannte.

Es wurde ein Bewertungsbericht eingereicht, in dem IFBC zum Ergebnis gelangte, dass die Netto-Wertvorteile zu Gunsten von EQT eine zusätzliche Abgeltung im Umfang von 20% von CHF 370 übernahme-rechtlich rechtfertigen würden. Schliesslich hielt Ernst & Young AG als Prüfstelle in ihrem Prüfbericht fest, dass die von IFBC quantifizierten Wertvorteile für die Stiftung sowie für EQT sachgerecht hergeleitet sowie korrekt berechnet worden seien.

1.2 Erwägungen

Die Übernahmekommission (**UEK**) hielt fest, dass der Erwerb der Kuoni A Aktien unter die *Best Price Rule* fiel, da deren Einbringung mit dem Angebot verknüpft war. Damit lag eine gekoppelte Gesamttransaktion vor.¹ Die UEK ging somit davon aus, dass die *Best Price Rule* auch auf die Einbringung der nicht

¹ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 19–21; vgl. auch Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem, Mindestpreis, Best Price Rule und Angebotspflicht, in: *Mergers & Acquisitions XIX*, Rudolf Tschäni (Hrsg.), Zürich/Basel/Genf 2017, S. 33 ff., S. 54; Andreas Bohrer/Christian Rehm/Eric Huggenberger/Dirk Spiegel/Jean-Baptiste Emery, *Finanzmarktrecht, Entwicklungen* 2016, Bern 2017, S. 114.

kotierten Kuoni A Aktien, die nicht Gegenstand des Angebots waren, anwendbar war.²

Anschliessend musste ermittelt werden, welchen Preis der Anbieter für das ausserhalb des Angebots erworbene Beteiligungspapier, also für die Kuoni A Aktien, bezahlt. Im vorliegenden Fall wurde entschieden, diesen Preis nach Massgabe der Nennwertdifferenz proportional auf die vom Angebot erfassten Kuoni B Aktien umzurechnen.³ Somit waren diejenigen geldwerten Leistungen zum Erwerbspreis hinzuzuzählen, die ein Anbieter einem verkaufenden Aktionär neben dem Kaufpreis für diese Aktien zusätzlich zukommen liess.⁴

Für den vorliegenden Fall ermittelte IFBC folgende geldwerte Leistungen, welche die Stiftung zu Gunsten von EQT erbringen sollte: Zum Ersten erlangte EQT durch die Stiftung eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft. Zum Zweiten lag eine eingeschränkte Exklusivitätsvereinbarung zu Gunsten von EQT vor. Zum Dritten wurde der Ausstieg von EQT mit einem *Drag Along Right* speziell geregelt.⁵ Zu diesen drei Punkten führte die UEK Folgendes aus:

- Es wurde nicht gestattet, für grössere Aktienpakete eine separate Prämie zu bezahlen, ohne diese auch den anderen Angebotsempfängern zukommen zu lassen. Die Kontrollmöglichkeit konnte entsprechend nicht zusätzlich zum Preis abgegolten werden, der für die Kuoni A Aktien bezahlt wurde, indem ein Anbieter die einem grossen Aktienpaket inhärenten Vorteile als Nebenleistung des Verkäufers separat vergütete.⁶
- Die zu Gunsten von EQT vorgesehene Exklusivität gestattete es der Stiftung nicht, auf ein konkurrierendes Angebot einzugehen, sofern dieses für die Kuoni B Aktien weniger als 10% über dem letzten Angebot von EQT lag. IFBC erkannte darin eine geldwerte Leistung der Stiftung zu Gunsten von EQT, weil für Letztere das Risiko

eines Konkurrenzangebots dadurch reduziert werde. Im vorliegenden Fall entschied die UEK, dass die Regel, wonach die Andienung von Aktien zurückgezogen werden kann, falls ein Konkurrenzangebot unterbreitet wird, auch für Aktien gilt, die nicht selbst Gegenstand eines öffentlichen Kaufangebots sind.⁷ Demnach war die vorliegend vorgesehene eingeschränkte Exklusivität übernahmerechtlich nicht gültig, zumal sie die Möglichkeit von Konkurrenzangeboten einschränkte.⁸ Infolgedessen konnte auch die eingeschränkte Exklusivität keine geldwerte Leistung darstellen, aus der ein geldwerter Vorteil abgeleitet werden konnte.⁹

- Schliesslich entschied die UEK, dass der Vorteil, den das *Drag Along Right* EQT bietet, nicht als Leistung der Stiftung berücksichtigt werden kann, da es sich um eine «für derartige Verträge übliche Vertragsbestimmung» handelte.¹⁰

Im vorliegenden Fall war auf Grund des speziellen Preisfestlegungsmechanismus offen, ob und in welchem Umfang geldwerte Leistungen zu Gunsten der Stiftung tatsächlich erbracht würden. Entsprechend musste die Prüfstelle dies zu gegebener Zeit überprüfen.¹¹ Dabei hatte sie zu berücksichtigen, dass die drei von der Anbieterin geltend gemachten geldwerten Leistungen nicht als solche angerechnet werden dürfen.¹²

² Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 22 f.

³ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 24 f.

⁴ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 27.

⁵ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 29–31.

⁶ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 35–38; *Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery* (Fn. 1), S. 116.

⁷ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 40–43.

⁸ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 45.

⁹ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 46; vgl. *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 56 f.; *Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery* (Fn. 1), S. 115 f.

¹⁰ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 48–52; vgl. *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 57; *Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery* (Fn. 1), S. 116.

¹¹ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 55.

¹² Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 57.

2. Verfügung 623/02 vom 30. März 2016

Die Stiftung erhob Einsprache gegen die Verfügung 623/01. Die UEK bestätigte in ihrer folgenden Verfügung, dass der Grundsatz der Gleichbehandlung grundsätzlich keine Anwendung auf Beteiligungspapiere findet, die nicht vom Angebot erfasst sind.¹³ Ferner führte sie aus, dass die *Best Price Rule* auch anwendbar ist, wenn das erworbene Beteiligungspapier nicht Gegenstand des Angebots ist.¹⁴ Da nur die vom Angebot erfassten Beteiligungspapiere Schutzobjekt der *Best Price Rule* seien, werde diese nur einseitig angewendet.¹⁵ Die nicht kotierten Kuoni A Aktien durften damit preislich nicht bessergestellt werden. Hingegen war eine preisliche Schlechterstellung dieser Aktien im Vergleich zu den kotierten Kuoni B Aktien übernahmerechtlich grundsätzlich zulässig, zumal die Kuoni A Aktien nicht vom Angebot erfasst wurden.¹⁶

Es folgten Erwägungen zur Frage, wie die Preise bei verschiedenen Aktienkategorien bestimmt werden müssen. Die Preise müssen dabei in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen. Es sei grundsätzlich dem Anbieter überlassen, die Kriterien festzulegen, nach denen das Verhältnis zwischen den Angebotspreisen für die verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren bestimmt wird.¹⁷ Mithin könne, müsse aber nicht, auf den Nennwert der verschiedenen Aktienkategorien abgestellt werden.¹⁸

Die vorliegend gewählte Methode, auf den Nennwert der beiden Aktienkategorien abzustellen, entsprach damit Lehre und Rechtsprechung. Da sie keine preisliche Schlechterstellung der durch die *Best Price Rule* geschützten kotierten Kuoni B Aktien bewirkte, war sie zulässig.¹⁹

Wenn es allerdings darum ging, zusätzliche geldwerte Leistungen zu bewerten, konnte – entgegen der Ansicht der Stiftung – der Grundsatz der relativen Gleichbehandlung nicht herangezogen werden, um solche Leistungen zu ihren Gunsten zu rechtfertigen. Deren Ermittlung und Bewertung hatte in einem zweiten Schritt unabhängig davon zu erfolgen, ob verschiedene Aktienkategorien bestanden, und ebenso unabhängig davon, nach welchen Kriterien das angemessene Preisverhältnis für diese festgelegt worden war.²⁰

3. Verfügung 623/03 vom 2. Mai 2016

Grundlage der Verfügung 623/03 war, dass EQT die Aktionärsvereinbarung anpassen und nennwertadjustiert einen Mehrwert von 8% für die Kuoni A Aktien bezahlen wollte. Sie stützte sich dabei auf ein Parteigutachten von IFBC. EQT hatte somit den Einlagepreis plausibel begründet. Dieser war auf nennwertadjustierter Basis um 8% höher für die Kuoni A Aktien als für die Kuoni B Aktien. Es war daher vertretbar, für die erhöhte Stimmkraft der Kuoni A Aktien einen Mehrwert von 8% anzunehmen.²¹

Die angepasste Aktionärsvereinbarung enthielt weiterhin Minderheitenrechte der Stiftung. So erhielt diese ausgewählte Vetorechte auf Stufe Generalversammlung und Verwaltungsrat von Kiwi Holding III S.A. und deren Tochtergesellschaften einschliesslich Kuoni. Des Weiteren wurden der Stiftung Vertretungsrechte in den Verwaltungsräten von Kiwi Holding III S.A., Kiwi und Kuoni zugesichert, welche ihrem Stimmrecht angemessen waren.

In der Verfügung 623/01 hatte die UEK betreffend ein *Drag Along Right* festgehalten, dass es sich um eine für derartige Verträge übliche Vertragsklausel handelt. Mithin durfte dieses Recht unter der *Best Price Rule* nicht als geldwerte Leistung berücksichtigt und abgegolten werden.²² Der gleiche Grundsatz wurde nun für die Vetorechte der Stiftung angewendet. Da es sich dabei um vertragstypische Nebenrechte handelte, durften sie im Anwendungsbereich der

¹³ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 11.

¹⁴ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 13; vgl. *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 55; *Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery* (Fn. 1), S. 115.

¹⁵ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 14.

¹⁶ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 15.

¹⁷ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 22.

¹⁸ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 24.

¹⁹ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 26; vgl. *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 55 f.

²⁰ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 28.

²¹ Verfügung 623/03 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 2. Mai 2016, Rn. 9; vgl. *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 57.

²² Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 51 f.

Best Price Rule nicht als geldwerte Leistung zu Gunsten der Stiftung berücksichtigt werden.²³

Die angepasste Aktionärsvereinbarung enthielt auch eine unveränderte *Acceleration Option* bezüglich des Ausstiegs der beiden Investoren, EQT und der Stiftung, mit der EQT das Recht erhielt, einen früheren Exit zu vollziehen. Bei dieser Lösung handelte es sich ebenfalls um eine typische Ausstiegsregelung. Als vertragstypisches Nebenrecht wurde diese Ausstiegslösung unter der *Best Price Rule* nicht als geldwerte Leistung zu Gunsten der Stiftung berücksichtigt.²⁴ Somit enthielt die angepasste Aktionärsvereinbarung keine zusätzlichen Leistungen zu Gunsten der Stiftung, welche die *Best Price Rule* verletzen.²⁵

II. Angebot an die Aktionäre von Charles Vögele Holding AG

1. Verfügung 638/01 vom 9. September 2016

1.1 Sachverhalt

Aspen Trust Services Limited (**Aspen**) als Trustee des Elarof Trust verfügte gemäss der Offenlegungsmeldung vom 11. Februar 2016 über 15,16% der Stimmrechte von Charles Vögele Holding AG (**Charles Vögele**).²⁶ Aspen hatte die Beteiligung an Charles Vögele zwischen dem 17. November 2014 und dem 11. Februar 2016 aufgebaut und während dieser Zeit am 7. Juli 2015 maximal CHF 11.20 pro Charles Vögele Aktie bezahlt. OVS S.p.A. (**OVS**) sowie Retails Investment S.R.L. (**Retails Investment**) hingegen hielten weder direkt noch indirekt Charles Vögele Aktien oder Beteiligungsderivate auf Charles Vögele Aktien, als die Verfügung 638/01 am 9. September 2016 erlassen wurde.

Am 12. Februar 2016 hatten sich Aspen und der Verwaltungsratspräsident von Charles Vögele nach der offenlegungsrechtlichen Meldung, dass Aspen neu bedeutendster Aktionär von Charles Vögele ist, getroffen. Am 18. Februar 2016 hatten sodann Charles

Vögele und Aspen ein *Non Disclosure Agreement* unterzeichnet. Am 16. März 2016 wurde Aspen über das Interesse von OVS an Charles Vögele informiert.

Nun beabsichtigten OVS, Aspen und Retails Investment (zusammen die **BidCo-Aktionäre**), ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Charles Vögele Aktien zu unterbreiten. Dieses Angebot sollte von der zu diesem Zweck neu gegründeten Sempione Retail AG (**Sempione**) unterbreitet werden. Im Zeitpunkt der Publikation der Voranmeldung sollten folgende Beteiligungsverhältnisse an Sempione bestehen: OVS sollte 35% der Aktien halten, während Retails Investment 44,5% und Aspen 20,5% der Aktien von Sempione halten sollten.

Die BidCo-Aktionäre beabsichtigten, in Bezug auf das Charles Vögele Angebot und ihre spätere Beteiligung an Sempione ein *Term Sheet* abzuschliessen. Gemäss diesem sollte Aspen ihre direkt gehaltene Beteiligung an Charles Vögele im Umfang von 15,16% nicht ins Charles Vögele Angebot andienen. Vor diesem Hintergrund und unter der Annahme, dass Sempione nach dem Vollzug des Charles Vögele Angebots alle sich im Publikum befindenden Charles Vögele Aktien halten würde, würden sich folgende Beteiligungsverhältnisse an Charles Vögele ergeben: OVS würde 29,5% der Charles Vögele Aktien halten, während Retails Investment 37,5% und Aspen 33,0% der Charles Vögele Aktien halten würden.

Das *Term Sheet* regelte die Rechte und Pflichten der BidCo-Aktionäre in Bezug auf das Charles Vögele Angebot und ebenso für die Zeit nach dessen Vollzug. Es enthielt insbesondere folgende Regelungen:

- Die BidCo-Aktionäre sollten Sempione subordinierte Darlehen zu marktüblichen Konditionen gewähren.
- OVS erhielt das Recht, die Kontakte mit der UEK im Hinblick auf das Charles Vögele Angebot zu führen. OVS und Retails Investment konnten nach Konsultation von Aspen die Modalitäten des Charles Vögele Angebots ändern. Aspen musste dabei nur zustimmen, wenn eine Änderung Finanzierungsfolgen für sie hatte.
- Aspen verpflichtete sich, die eigenen Charles Vögele Aktien nicht in das Angebot anzudienen. Für wichtige Beschlüsse von Sempione wurden sodann auf Stufe ihrer Generalversammlung besondere Quoren vereinbart.
- Der Verwaltungsrat von Sempione und von Charles Vögele sollte identisch sein und aus drei Personen bestehen. Dabei sollte je ein Vertreter

²³ Verfügung 623/03 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 2. Mai 2016, Rn. 20.

²⁴ Verfügung 623/03 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 2. Mai 2016, Rn. 24.

²⁵ Verfügung 623/03 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 2. Mai 2016, Rn. 25 und 27; vgl. *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 57.

²⁶ Vgl. zu diesem Fall auch *Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery* (Fn. 1), S. 122 ff.

jedes BidCo-Aktionärs gewählt werden. Bestimmte wichtige Beschlüsse des Verwaltungsrates erforderten ausserdem eine Einstimmigkeit.

- Aktien von Sempione sowie Charles Vögele Aktien durften erst zwei Jahre nach dem Vollzug des Charles Vögele Angebots übertragen werden. Zudem musste die verkaufende Partei sicherstellen, dass der Erwerber in die Rechte und Pflichten gemäss *Term Sheet* eintrat.

Das *Term Sheet* enthielt ausserdem Exit-Regelungen, wonach OVS unter bestimmten Bedingungen die direkte und indirekte Beteiligung von Retails Investment und Aspen erwerben konnte. In Bezug auf die Beteiligung von Retails Investment wurde diesbezüglich eine *Call Option* zu Gunsten von OVS vereinbart. Dabei sollte der Ausübungspreis gestützt auf eine Bewertungsformel berechnet werden, welche im Wesentlichen auf den zukünftigen Geschäftsgang von Charles Vögele abstellte. Diese *Call Option* sollte frühestens viereinhalb Jahre nach dem Vollzug des Charles Vögele Angebots ausgeübt werden können. Der Exit von Aspen dagegen war lediglich mittels einer Verhandlungspflicht geregelt.

1.2 Erwägungen

Verfahrensrechtlich wurde zunächst ein übernahmerechtliches Feststellungsinteresse i.S.v. Art. 61 UEV zum Erlass einer Feststellungsverfügung als gegeben angesehen, zumal die Rechtslage für Sempione und das beabsichtigte Charles Vögele Angebot im Hinblick auf die Mindestpreisregeln und die *Best Price Rule* unklar erschien. Zudem war diese Unklarheit direkt und aktuell.²⁷

Sempione hatte sodann beantragt, dass diejenigen Käufe von Charles Vögele Aktien, welche Aspen vor dem 16. März 2016 getätigt hatte, nicht als vorausgegangene Erwerbe zu berücksichtigen und der Anbieterin zuzurechnen seien.

Vorliegend stellte sich die Frage, ob Aspen in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin i.S.v. Art. 11 UEV handelte oder selbst Anbieterqualität hatte. Im ersten Fall wären nur jene Erwerbsgeschäfte anzurechnen gewesen, welche seit Begründung der Absprache getätigt wurden, während im zweiten

Fall die relevante Periode von zwölf Monaten gemäss Art. 135 Abs. 2 lit. b FinfraG für die Berechnung des Mindestpreises uneingeschränkt galt.

Die UEK entschied, dass derjenige Anbieterqualität hat und Hauptakteur ist, welcher die Beherrschung der Zielgesellschaft anstrebt. Vorkehrungen im Hinblick auf die Beherrschung werden dabei angenommen, wenn eine solche objektiv möglich ist und wenn auf Grund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass sie auch angestrebt wird. Eine (gemeinsame) Beherrschungsabsicht ist insbesondere dann gegeben, wenn die Beteiligten zusammen die Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder bestimmen und die Strategie der Zielgesellschaft gemeinsam festlegen.²⁸

Angesichts der Vereinbarungen im *Term Sheet* war eine Beherrschungsabsicht von Aspen – in gemeinsamer Absprache mit OVS und Retails Investment – zu bejahen. Dies zeigte sich nicht nur mit Blick auf die Vorbereitung und Durchführung des Charles Vögele Angebots, sondern ebenfalls in den Regelungen, welche die Zeit danach betrafen: Das *Term Sheet* enthielt sowohl eine Regelung über die komplette Zusammensetzung des Verwaltungsrates von Charles Vögele als auch über die strategische Ausrichtung, indem nämlich festgelegt wurde, dass OVS – zusammen mit dem Verwaltungsrat von Charles Vögele – das operative Geschäft von Charles Vögele führen sollte.²⁹

Die Gesuchstellerin machte geltend, der Umstand, dass Aspen die Führung des operativen Geschäfts nicht selbst in die Hand nehme, sondern OVS überlasse, zeige, dass es Aspen an einer Beherrschungsabsicht fehle. Die Gesuchstellerin verkannte dabei nach Ansicht der UEK, dass nicht derjenige eine Gesellschaft beherrscht, der deren operative Geschäfte führt, sondern derjenige, der diese Person auswählen kann. Dies waren im vorliegenden Fall OVS, Retails Investment und Aspen gemeinsam als Gruppe im Hinblick auf die Beherrschung der Anbieterin sowie von Charles Vögele.³⁰

Schliesslich spielte es auch keine Rolle, dass gemäss *Term Sheet* OVS mit der Ausarbeitung und Abwicklung des Charles Vögele Angebots betraut wor-

²⁷ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 2 f.

²⁸ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 28.

²⁹ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 32.

³⁰ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 33.

den war. Darauf kam es nämlich nicht an. Entscheidend für eine Qualifikation als Hauptakteur war nur, ob eine Beherrschung der Zielgesellschaft angestrebt wurde.³¹

Sempione wollte ausserdem festgestellt haben, dass das *Term Sheet* die *Best Price Rule* nicht verletzt. Somit war in einem ersten Schritt zu untersuchen, ob gestützt auf das *Term Sheet* überhaupt ein Erwerb von Charles Vögele Aktien stattfand, der von der *Best Price Rule* erfasst wäre. Geprüft wurde mit Bezug auf Retails Investment, «ob die zukünftige Ausübung dieser *Call Option* durch OVS die *Best Price Rule* verletzt, falls der gemäss Bewertungsformel in jenem Zeitpunkt berechnete Ausübungspreis höher ist als der Angebotspreis».³² Zunächst wurde festgehalten, dass die *Best Price Rule* auch den indirekten Erwerb von Beteiligungspapieren und somit auch den vorliegenden Fall erfasst, da OVS die indirekte Beteiligung von Retails Investment an Charles Vögele erwerben würde, falls sie die *Call Option* ausübt.³³ Anschliessend wurde ausgeführt, dass, um Umgehungen zu verhindern, die *Best Price Rule* unter Umständen auch auf einen Kauf angewendet wird, der erst nach Ablauf der Frist von sechs Monaten erfolgt. Das sei namentlich der Fall, wenn der Anbieter nachweislich bereits im Zeitpunkt des Angebots die Absicht hatte, später weitere Aktien zu einem höheren als dem Angebotspreis zu erwerben.³⁴ Da die Ausübung der *Call Option* durch OVS frühestens etwa viereinhalb Jahre nach dem Vollzug des Angebots zu einem (indirekten) Erwerb von Charles Vögele Aktien durch OVS führen würde und weil mit der *Call Option* keine Umgehung der *Best Price Rule* beabsichtigt wurde, fiel der entsprechende Erwerb durch OVS nicht unter die *Best Price Rule*.³⁵

Betreffend die Beteiligung von Aspen an Charles Vögele bestand lediglich die Pflicht, über den Exit von Aspen in guten Treuen zu verhandeln. Zusätzlich war ein Höchstwert von Charles Vögele bei einer Exit-Transaktion von Aspen vorgesehen. Die UEK war

der Ansicht, dass die Vereinbarung einer blossen Verhandlungspflicht noch keine Vereinbarung über einen Erwerb darstellt. Aspen und OVS mussten sich vielmehr zum gegebenen Zeitpunkt erst noch darüber einig werden, ob überhaupt eine Exit-Transaktion erfolgen sollte.³⁶ Damit lag bezüglich der Beteiligung von Aspen zum damaligen Zeitpunkt keine Vereinbarung über einen Erwerb durch OVS vor.

2. Verfügung 638/02 vom 16. September 2016

Als Folge der Verfügung 638/01 passten die BidCo-Aktionäre die geplante Transaktionsstruktur an. Das neue *Term Sheet II* sollte neu nur zwischen OVS und Retails Investment abgeschlossen werden. Aspen sollte dabei nicht Vertragspartei sein. Das *Term Sheet II* regelte u.a. die Zusammensetzung der Verwaltungsräte von Sempione und von Charles Vögele in dem Sinn, dass diese beiden Verwaltungsräte aus drei Mitgliedern bestehen sollten, nämlich aus je einem Vertreter von OVS und von Retails Investment sowie einem unabhängigen Sachverständigen.

Aspen sollte sich hingegen in einem separaten *Commitment Letter* gegenüber Sempione, OVS und Retails Investment zur Mitfinanzierung des Charles Vögele Angebots mit Eigenkapital von Sempione sowie zu einem Aktionärsdarlehen an Sempione verpflichten. Die Beteiligung von Aspen an Sempione und die Finanzierung von Sempione mittels Bareinlage und Darlehen blieben somit gleich wie unter dem früheren *Term Sheet*. Ebenso unverändert blieb, dass Aspen die bereits vorbestehende eigene Beteiligung an Charles Vögele im Umfang von 15,6% nicht ins Charles Vögele Angebot andienen sollte. Neu war hingegen, dass keine Stimmrechtsbindung von Aspen und keine Zusicherung einer Vertretung von Aspen in den Verwaltungsräten von Sempione und Charles Vögele vorgesehen war. Des Weiteren war die Periode, während der Aspen die Beteiligung an Sempione und an Charles Vögele nicht veräussern durfte, auf sechs Monate verkürzt worden. Ebenso war keine Verhandlungspflicht mehr in Bezug auf einen Exit von Aspen vorgesehen. Schliesslich enthielt der *Commitment Letter* – ebenfalls im Gegensatz zum ersten *Term Sheet* – keine Vereinbarungen über die Strategie von Charles Vögele.

³¹ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 34.

³² Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 41.

³³ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 43.

³⁴ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 45.

³⁵ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 51 f.

³⁶ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 54.

Gemäss dem *Term Sheet II* sprachen sich folglich nur noch OVS und Retails Investment über die Ausübung des Stimmrechts und über die Zusammensetzung des Verwaltungsrates von Sempione sowie von Charles Vögele ab und legten gemeinsam die Strategie von Charles Vögele fest. Zudem sollte Aspen weder im Verwaltungsrat von Sempione noch von Charles Vögele vertreten sein. Aspen hatte ferner weder auf Stufe Verwaltungsrat noch als Aktionär vertraglich zugesicherte Veto- oder andere aktienrechtliche Minderheitenrechte.³⁷ Des Weiteren hatten OVS und Retails Investment mit Aspen keine Strategie vereinbart. Insbesondere konnten OVS und Retails Investment allein die Strategie von Sempione sowie von Charles Vögele festlegen.³⁸ Die Rechte und Pflichten von Aspen waren mithin ausschliesslich im *Commitment Letter* festgehalten. Weitere Vereinbarungen mit Aspen bestanden nicht.³⁹

Gemäss der neuen Transaktionsstruktur war Aspen nicht mehr Hauptakteur des Charles Vögele Angebots, sondern handelte lediglich in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 UEV mit Sempione, OVS und Retails Investment.⁴⁰ Die Mindestpreisregel des Art. 135 Abs. 2 lit. b FinfraG kam damit auf Erwerbs-transaktionen in Charles Vögele Aktien durch Aspen vor dem 16. März 2016 nicht zur Anwendung.⁴¹

3. Verfügung 638/03 vom 18. Oktober 2016

Die Verfügung 638/03 im Fall Charles Vögele betraf den Angebotsprospekt sowie den Verwaltungsratsbericht von Charles Vögele. Eine Tochtergesellschaft von Charles Vögele hatte am 16. September 2016 mit einer unabhängigen Drittpartei einen Vermögensübertragungsvertrag abgeschlossen. Demnach würde Charles Vögele fast sein gesamtes Immobilienportfolio für knapp CHF 170 Mio. veräussern. Der Vollzug dieser Vermögensübertragung war dahingehend auf-schiebend bedingt, dass das Angebot vollzogen wurde.

Am 18. September 2016 schlossen sodann Sempione und Charles Vögele eine Transaktionsvereinbarung ab. Darin verpflichtet sich Sempione, das Charles Vögele Angebot zu unterbreiten und der Verwaltungsrat von Charles Vögele, dieses zur Annahme zu empfehlen. Ferner war Charles Vögele berechtigt, bestimmte von Charles Vögele sowie von ihren Tochterunternehmen gehaltene Grundstücke in der Schweiz zu veräussern.

Am 19. September 2016 veröffentlichte Sempione die Voranmeldung des Angebots. Der Angebotspreis von CHF 6.38 entsprach dem VWAP der Charles Vögele Aktie während der letzten 60 Börsentage vor der Publikation der Voranmeldung. Die Bestimmungen über den Mindestpreis gemäss Art. 135 Abs. 2 FinfraG waren somit eingehalten.⁴²

Es stellte sich im vorliegenden Fall die Frage, ob der Verkauf des Immobilienportfolios, der auf das Zustandekommen des Charles Vögele Angebots bedingt war, eine Abwehrmassnahme war. Es wurde ausgeführt, dass in zeitlicher Hinsicht die Kompetenzverschiebung nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG vom Verwaltungsrat auf die Generalversammlung nach dem sogenannten Stichtagsprinzip mit der Veröffentlichung der Voranmeldung oder des Angebots beginnt.⁴³ Weil im vorliegenden Fall der Verkauf jedoch vor dem zeitlichen Anwendungsbereich des Art. 132 Abs. 2 FinfraG erfolgte, wurde er von dieser Norm nicht erfasst.⁴⁴

Abschliessend sei erwähnt, dass im Fall Charles Vögele auf die Einhaltung der Karenzfrist verzichtet wurde. Bereits zwei Verfügungen zum Angebot waren ergangen und am 19. September 2016 veröffentlicht worden. Die entsprechend ausgelöste Einsprachefrist war ungenutzt verstrichen. Mithin bestand für qualifizierte Aktionäre keine Möglichkeit mehr, Parteistellung zu beantragen und gegen die vorliegende Verfügung Einsprache zu erheben. Bei dieser Ausgangslage konnte vorliegend auf die Einhaltung einer Karenzfrist verzichtet werden.⁴⁵

³⁷ Verfügung 638/02 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 16. September 2016, Rn. 4.

³⁸ Verfügung 638/02 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 16. September 2016, Rn. 5.

³⁹ Verfügung 638/02 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 16. September 2016, Rn. 6.

⁴⁰ Verfügung 638/02 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 16. September 2016, Rn. 7 f.

⁴¹ Verfügung 638/02 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 16. September 2016, Rn. 10.

⁴² Verfügung 638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, Rn. 14 f.

⁴³ Verfügung 638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, Rn. 36.

⁴⁴ Verfügung 638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, Rn. 37.

⁴⁵ Verfügung 638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, Rn. 46.

III. Angebot an die Aktionäre von Syngenta AG

1. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016

1.1 Sachverhalt

Mittels Voranmeldung vom 3. Februar 2016⁴⁶ (**Voranmeldung**) kündigte die China National Chemical Corporation, Peking, Volksrepublik China (**ChemChina** oder **Gesuchstellerin**), an, innerhalb von sechs Wochen entweder direkt oder durch eine von ihr bezeichnete direkt oder indirekt beherrschte Tochtergesellschaft⁴⁷ ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Aktien und *American Depositary Shares* (**ADS**) des Basler Agrarriesen Syngenta AG (**Syngenta** oder **Zielgesellschaft**) zu unterbreiten.

Die Voranmeldung stellte klar, dass das öffentliche Kaufangebot aus zwei separaten, in allen wesentlichen Belangen den gleichen Bestimmungen und Bedingungen unterliegenden Angeboten bestehen würde: Aus einem Angebot nach Schweizer Recht für alle sich im Publikum befindenden, an der SIX Swiss Exchange kotierten Syngenta-Aktien (**Schweizer Angebot**) sowie aus einem Angebot nach U.S.-amerikanischem Recht an alle Inhaber von an der New York Stock Exchange kotierten Syngenta-ADS und an Inhaber von Syngenta-Aktien, die in den Vereinigten Staaten von Amerika ansässig sind (**U.S.-Angebot**).

Der Angebotspreis im Schweizer Angebot betrug gemäss Voranmeldung USD 465 in bar je Syngenta-Aktie. In Bezug auf die Auszahlung einer ordentlichen Dividende sowie einer Spezialdividende verzichtete die Anbieterin ausdrücklich auf die Möglichkeit, den Angebotspreis entsprechend zu reduzieren.⁴⁸

Die Voranmeldung hatte ChemChina vor deren Veröffentlichung in Übereinstimmung mit Art. 59 UEV von der UEK überprüfen lassen. Die Gesuchstellerin liess der UEK zu diesem Zweck am 22. und

31. Januar 2016 zwei Eingaben mit verschiedenen Anträgen zukommen, was zur Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG* führte, welche gleichzeitig mit der Voranmeldung am 3. Februar 2016 publiziert wurde.

1.2 Erwägungen

1.2.1 Angebotspreis in USD⁴⁹

Das öffentliche Kaufangebot von ChemChina zeichnete sich durch einen Angebotspreis in USD aus. Dies obschon es sich bei den Aktien der Zielgesellschaft um Schweizer Beteiligungspapiere handelte, welche in CHF an der SIX Swiss Exchange gehandelt wurden. Die Anbieterin begründete dies im Wesentlichen damit, dass eine Finanzierung des öffentlichen Kaufangebots in CHF angesichts der Grösse des Transaktionsvolumens von rund CHF 45 Mrd. und des vergleichsweise kleinen CHF-Marktes faktisch undurchführbar sei.⁵⁰

Für die UEK stellte sich damit die Frage, inwiefern es unter dem Schweizer Übernahmerecht für einen Anbieter zulässig ist, bei einem Kontrollwechsel-Angebot auf eine in CHF gehandelte Schweizer Aktie einen Angebotspreis in USD zu bieten.⁵¹

Die UEK stellte mit Blick auf das Währungsrisiko, die Transaktionskosten bzw. -gebühren sowie die Wechselkursmargen (Wechselkosten), denen die Angebotsempfänger im vorliegenden Fall ausgesetzt waren, fest, dass eine konsequente Anwendung des Transparenz- und des Gleichbehandlungsgebots⁵² grundsätzlich gegen die Zulassung eines Fremdwährungsangebots spreche.⁵³ Demgegenüber erkannte die UEK, dass es einem Anbieter bei einem Kontrollwechsel-Angebot gestattet sei, den Angebotspreis

⁴⁶ Abrufbar unter <http://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0624>, letztmals abgerufen am 3. April 2017.

⁴⁷ Formell wurde das Angebot schliesslich durch die CNAC Saturn (NL) B.V., Amsterdam, Niederlande unterbreitet.

⁴⁸ Üblicherweise bringt der Anbieter in der Voranmeldung einen Vorbehalt an, dass der Angebotspreis beim Eintritt von Verwässerungseffekten, namentlich bei der Ausschüttung von Dividenden, welche vor dem Vollzug des Angebots eintreten, entsprechend angepasst werden kann (sog. Preisreduktionsvorbehalt). Vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Erw. 4.1, Rn. 39.

⁴⁹ Vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 7 ff.

⁵⁰ Vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 8.

⁵¹ Die massgebenden Art. 135 FinfraG und Art. 45 FinfraV-FINMA lassen offen, ob der Angebotspreis zwingend in CHF zu entrichten ist oder ob auch eine Fremdwährung zulässig ist. Der Wortlaut von Art. 45 Abs. 1 FinfraV-FINMA zur Abgeltung des Angebotspreises erwähnt lediglich, dass «[d]er Angebotspreis [...] durch Barzahlung oder durch Tausch gegen Effekten geleistet werden [kann].»

⁵² Vgl. dazu die Zweckbestimmung der UEV in Art. 1 UEV (Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung).

⁵³ Vgl. dazu Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 10 sowie Rn. 15.

durch Tausch gegen ausländische Effekten zu bezahlen (Art. 9 Abs. 6 UEV i.V.m. Art. 45 Abs. 1 FinfraV-FINMA), welche noch nicht einmal liquid im Sinne des Übernahmerechts⁵⁴ zu sein bräuchten.⁵⁵

In Abwägung obiger Argumente kam die UEK im vorliegenden Fall zum Schluss, dass es insbesondere auf Grund der konkreten Umstände der vorliegenden Transaktion⁵⁶ «mit Sinn und Zweck von Art. 45 Abs. 1 FinfraV-FINMA vereinbar [sei], der Anbieterin zu gestatten, ihr Angebot in USD zu unterbreiten».⁵⁷ Zwecks Wahrung des übernahmerechtlichen Transparenz- und Gleichbehandlungsgebots ordnete die UEK ferner an, (i) dass im Angebotsprospekt explizit und an prominenter Stelle auf die mit dem Angebot verbundenen Währungsrisiken hinzuweisen und (ii) dass für Retail-Anleger mit Basiswährung CHF im Rahmen des Vollzugs eine Umtauschmöglichkeit von USD in CHF bereitzustellen sei, welche die privat investierenden natürlichen Personen in Bezug auf die Wechselkosten den übrigen (institutionellen, qualifizierten bzw. Gross-)Anlegern gleichstellt.⁵⁸

1.2.2 Bedingungen

Bei der Überprüfung des Katalogs der Angebotsbedingungen fiel insbesondere die Bedingung c) mit dem Titel *Genehmigung des Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) und andere In-*

vestitionskontrollgenehmigungen, namentlich deren zweiter Teil (ii) (nachfolgend zur Hervorhebung unterstrichen), als neuartig auf⁵⁹:

«Weder CFIUS noch eine andere Behörde, die ausländische Investitionen in einem Land beaufsichtigt oder kontrolliert, hat ChemChina, Syngenta oder deren jeweiligen Tochtergesellschaften Auflagen oder Verpflichtungen auferlegt, welche nach Auffassung einer Unabhängigen Expertin (i) alleine oder zusammen mit anderen Auflagen oder Verpflichtungen, die unter Bedingung D.1(b) oder dieser Bedingung D.1(c)(i) relevant sind, vernünftigerweise geeignet sind, Wesentliche Nachteilige Regulatorische Auswirkungen auf ChemChina und | oder die Zielgesellschaft und | oder deren jeweilige Tochtergesellschaften zu haben, oder (ii) hinsichtlich Vermögenswerten, Büchern und Akten, Geschäftseinheiten oder Betrieben von Syngenta oder ihren Tochtergesellschaften, die im Geschäftsjahr 2015 einen Betrag von USD 1,54 Milliarden oder mehr zum konsolidierten Umsatz der Syngenta-Gruppe beitrugen, (x) alle Aufsicht, Geschäftsführung und Kontrolle von ChemChina, ihrer Tochtergesellschaften (unter Ausschluss von Syngenta und ihren Tochtergesellschaften) und deren Vertretern oder (y) allen physischen und sonstigen Zugang beseitigen.»

Gestützt auf die allgemeinen Grundsätze,⁶⁰ wonach eine Bedingung bei freiwilligen Angeboten zulässig ist, wenn der Anbieter an ihr ein begründetes Interesse hat (Art. 13 UEV Abs. 1 erster Satz UEV), die Bedingung nicht potestativer Natur (Art. 13 Abs. 2 UEV), genügend klar bestimmt sowie nicht unlauter ist (Art. 1 UEV), erachtete die UEK die Bedingung c) als zulässig. Mit Blick auf deren Formulierung führte die UEK jedoch an, dass «sich diese an der Grenze dessen bewegt, was unter dem Klarheitsgebot noch als zulässig gelten kann». Sie behielt sich aus diesem Grund vor, «derartige Formulierungen künftig zurückzuweisen».⁶¹

Die Aussage der UEK darf als klares Zeichen dafür gedeutet werden, dass bei der Abfassung der Bedingungen durch die Anbieter ganz generell ein besonderes Augenmerk auf die Lesbarkeit und Ver-

⁵⁴ Vgl. dazu das Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010.

⁵⁵ Vgl. dazu Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 16.

⁵⁶ In der Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 17 wird hinsichtlich der besonderen Umstände darauf hingewiesen, dass es sich zum einen beim USD um die weltweit meistgehandelte (Leit-, Transaktions- und Reserve-)Währung, zum anderen bei den Aktien der Zielgesellschaft um liquide Titel handle, welche die Angebotsempfänger jederzeit friktionslos am Markt verkaufen könnten. Zu den besonderen Umständen dürfte sodann auch das beträchtliche Transaktionsvolumen zu zählen sein, das eine Finanzierung in CHF verkompliziert bzw. verteuert, wenn nicht verunmöglicht haben dürfte. Insofern bleibt abzuwarten, ob sich die UEK auch bei kleineren Transaktionen bereit zeigen wird, einen Nicht-CHF-Angebotspreis zu akzeptieren.

⁵⁷ Vgl. dazu Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 17; vgl. auch *Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery* (Fn. 1), S. 117.

⁵⁸ Vgl. dazu Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 18 und 19 sowie zur konkreten Umsetzung der Umtauschmöglichkeit Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 43 ff.

⁵⁹ Vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 26 ff.

⁶⁰ Vgl. dazu *Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel*, Öffentliche Kaufangebote, Zürich/Basel/Genf 2014, Rn. 439 ff.; *Henry Peter/Pascal Bovey*, Droit suisse des OPA, Berne 2013, Rn. 491 ff.; *Urs Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 287 ff.; *Dieter Gericke/Karin Wiedmer*, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Zürich/Basel/Genf 2011, Rn. 13 ff. zu Art. 13.

⁶¹ Vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 32.

ständigkeit der entsprechenden Konditionen zu legen ist. Bedingungen sind demnach so zu formulieren, dass sie auch der Durchschnittsanleger ohne Weiteres verstehen kann. In diesem Zusammenhang ist auch an die Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 i.S. *Micronas Semiconductor Holding AG*⁶² zu erinnern, in deren Rahmen die UEK festgestellt hatte, dass «*der Abschnitt über die Bedingungen [...] für einen durchschnittlichen Anleger äusserst schwer verständlich [sei]*» und dass sie «*entsprechend in künftigen Angeboten, nicht zuletzt mit Blick auf deren Lauterkeit und Transparenz i.S.v. Art. 1 UEV, vermehrt und verstärkt darauf achten [werde], dass die Bedingungen im Allgemeinen und die Regelung ihrer Geltungsdauer im Besonderen für einen durchschnittlichen Anleger verständlicher werden. Dies [könne] z.B. erreicht werden, indem den einzelnen Bedingungen kurze Titel oder Überschriften zugewiesen werden.*»

1.2.3 Preisreduktionsvorbehalt und Best Price Rule⁶³

Eine weitere Besonderheit des Angebots an die Aktionäre von Syngenta lag darin, dass die Anbieterin⁶⁴ in der Voranmeldung in Bezug auf zwei von der Zielgesellschaft angekündigte Dividendenzahlungen⁶⁵ auf die Geltendmachung des in der Praxis üblichen Preisreduktionsvorbehalts⁶⁶ verzichtet hatte.

Vor dem Hintergrund des Verzichts auf den Preisreduktionsvorbehalt erklärte die UEK, dass das von der Anbieterin beabsichtigte Vorgehen, Aktien der Zielgesellschaft bis zur Ausschüttung der beiden Dividenden zu einem um den jeweiligen Betrag dieser Dividenden erhöhten Angebotspreis zu erwerben, einen Verstoß gegen die *Best Price Rule* (Art. 10 UEV) darstelle.⁶⁷ Die UEK stellte damit klar, dass der Ange-

botspreis der Referenzpreis für die *Best Price Rule* sei und dies für die gesamte Dauer des Angebots bleibe, sofern er nicht herabgesetzt werde.

2. Verfügung 624/02 vom 7. März 2016

2.1 Sachverhalt

Am 22. Februar 2016 reichte ChemChina bei der UEK den Entwurf des Angebotsprospekts zum Schweizer Angebot ein und ersuchte Letztere um vorgängige Prüfung des Angebots i.S.v. Art. 59 UEV sowie um Beurteilung verschiedener Feststellungsanträge. Die UEK äusserte sich im Rahmen der Verfügung 624/02 zum Schweizer Angebot und den Anträgen ChemChinas.

2.2 Erwägungen

2.2.1 Handeln in gemeinsamer Absprache – «China Inc.»

ChemChina ist eine nach chinesischem Recht organisierte volkseigene Unternehmung (*all people owned enterprise*), welche im Eigentum der Volksrepublik China steht. Die Investorenrechte an ChemChina werden von der zentralen *State Assets Supervision and Administration Commission (SASAC)*⁶⁸ ausgeübt.⁶⁹

Mit der Beherrschung von ChemChina durch den chinesischen Staat stellte sich die Frage, ob auch die Volksrepublik China und die von der Volksrepublik China beherrschten Gesellschaften in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handeln⁷⁰ und dementsprechend die Regeln gemäss Art. 12 UEV, insbesondere die *Best Price Rule*, einhalten bzw. gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV im Angebotsprospekt offengelegt werden müssen.⁷¹

⁶² Vgl. Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 i.S. *Micronas Semiconductor Holding AG*, Rn. 26.

⁶³ Vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 38 ff.

⁶⁴ Vermutlich in der Absicht, das insgesamt zu finanzierende Transaktionsvolumen zu reduzieren.

⁶⁵ Ordentliche Dividende und Spezialdividende, vgl. dazu die Ausführungen in obiger Ziffer 1.1 inkl. Fn. 47.

⁶⁶ Üblicherweise bringt ein Anbieter einen Vorbehalt an, dass der Angebotspreis beim Eintritt von Verwässerungseffekten, namentlich bei der Ausschüttung von Dividenden, welche vor dem Vollzug des Angebots eintreten, entsprechend reduziert werden kann (sog. Preisreduktionsvorbehalt).

⁶⁷ Vgl. Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 41; vgl. dazu kritisch *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 77.

⁶⁸ Die SASAC (zu Deutsch: Kommission zur Kontrolle und Verwaltung von Staatsvermögen) ist eine dem Staatsrat der Volksrepublik China direkt unterstellte Sonderkommission, deren Hauptaufgabe als staatliche Aufsichtsbehörde in der Modernisierung und Umstrukturierung grosser Staatsunternehmen liegt (vgl. <<http://en.sasac.gov.cn>>, letztmals abgerufen am 17. Mai 2017).

⁶⁹ Vgl. Angebotsprospekt vom 8. März 2016, Bst. A.

⁷⁰ Empfehlung 225/01 vom 7. März 2005 i.S. *Forbo Holding AG*, Erw. 3.2.

⁷¹ Die UEK hatte wiederholt zu beurteilen, ob und unter welchen Voraussetzungen öffentlich-rechtliche Körperschaften, welche an einer Anbieterin eine Mehrheitsbeteiligung halten, mit Letzterer in gemeinsamer Absprache handeln.

Die UEK brachte in Bezug auf diese Frage die geltende Praxis⁷² zur Anwendung und entschied unter Berücksichtigung eines Memorandums einer chinesischen Anwaltskanzlei, das ChemChina in das Verfahren eingebracht hatte, dass die Volksrepublik China und die von der Volksrepublik China beherrschten Gesellschaften vorliegend nicht in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handeln würden, u.a. da ChemChina in ihrem Tätigkeitsbereich unternehmerisch eigenständig und wirtschaftlich selbständig sei und SASAC trotz ihrer Eigentümerstellung nicht in strategische Entscheidungen eingreife, welche den Kernbereich der unternehmerischen Tätigkeit von ChemChina betreffen.⁷³

2.2.2 Break Fee und Reverse Break Fee

Im Rahmen der Verfügung 624/02 stellte die UEK sodann klar, dass das Bestehen und die Höhe einer *Reverse Break Fee*⁷⁴ für die Beurteilung der übernahmerechtlichen Zulässigkeit einer *Break Fee* keine Rolle spiele. Sie begründete dies damit, dass die übernahmerechtliche Problematik der *Break Fee* unabhängig davon bestehe, ob neben der *Break Fee* auch noch eine *Reverse Break Fee* vereinbart werde oder nicht.⁷⁵

Siehe dazu den für die aktuelle Praxis massgeblichen Grundsatzentscheid in Verfügung 562/02 vom 3. Juli 2014 i.S. *PubliGroupe AG*, Erw. 3. Zur früheren Praxis: Verfügung 542/01 vom 31. Juli 2013 i.S. *Società Elettrica Sopracenerina SA*, Erw. 2.1; Verfügung 474/03 vom 21. April 2011 i.S. *BKW FMB Energie AG*, Erw. 1; Empfehlung 301/03 vom 4. Januar 2007 i.S. *Bank Linth*, Erw. 6.2.2; Empfehlung 23/01 vom 15. Januar 1999 i.S. *Danzas Holding AG*, Erw. 3.2.

⁷² Nach dieser Praxis ist ein Handeln in gemeinsamer Absprache erst dann anzunehmen, wenn die öffentlich-rechtliche Körperschaft auf die Übernahme der Zielgesellschaft oder auf vorangegangene Entscheidungen tatsächlich Einfluss nimmt oder in allgemeiner Weise auf strategische Entscheidungen der Anbieterin einwirkt; vgl. dazu Verfügung 562/02 vom 3. Juli 2014 i.S. *PubliGroupe AG*, Erw. 3.

⁷³ Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 6 ff.; vgl. auch *Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery* (Fn. 1), S. 117 f.

⁷⁴ Unter *Break Fee* wird das Versprechen der Zielgesellschaft verstanden, dem Anbieter einen bestimmten Betrag zu bezahlen, wenn das Angebot scheitert. Lässt sich umgekehrt die Zielgesellschaft eine *Break Fee* versprechen für den Fall, dass sich der Übernehmer zurückzieht, so spricht man von einer *Reverse Break Fee*, vgl. dazu *Tschäni/Iffland/Gaberthüel* (Fn. 60), Rn. 156 sowie FN 456.

⁷⁵ Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 34 ff.

2.2.3 Koordination mit U.S.-Angebot

Um das Schweizer und das U.S.-Angebot verfahrensmässig zu koordinieren und weitestgehend einen Gleichlauf zwischen den beiden Angeboten sicherzustellen, bot die UEK ChemChina für gewisse verfahrensmässige Erleichterungen Hand, indem sie dieser basierend auf Art. 14 Abs. 4 UEV gestattete, (i) bis sechs Monate nach Ende der ursprünglichen Angebotsfrist die Angebotsfrist durch Veröffentlichung einer Mitteilung jeweils spätestens am letzten Börsentag der (gegebenenfalls verlängerten) Angebotsfrist um jeweils maximal 40 Börsentage zu verlängern und (ii) die Angebotsfrist durch Veröffentlichung einer Mitteilung spätestens am letzten Börsentag der Angebotsfrist letztmalig um bis zu 20 Börsentage zu verlängern, sobald sämtliche Bedingungen des Angebots (mit Ausnahme der Mindestandienungsquote) erfüllt sind.⁷⁶

Des Weiteren stellte die UEK fest, dass es gemäss ihrer Praxis zulässig sei, zwei Vollzugsdaten vorzusehen: ein erstes nach Ablauf der Angebotsfrist und ein zweites nach Ablauf der Nachfrist (so genannter erster und zweiter Vollzug).⁷⁷ Ebenfalls als zulässig angesehen wurde, analog dem U.S.-amerikanischen Recht, auch den Angebotsempfängern des Schweizer Angebots hinsichtlich deren Annahmeerklärungen ein jederzeitiges Widerrufsrecht bis zum Ende der Angebotsfrist zuzusprechen.⁷⁸

3. Verfügung 624/03 vom 29. April 2016

3.1 Sachverhalt

Am 7. April 2016, während der Angebotsfrist des Schweizer Angebots, gelangte die Zielgesellschaft in Bezug auf die Behandlung ihrer aktienbasierten Mitarbeiterbeteiligungspläne gesuchsweise an die UEK. Vereinfacht ausgedrückt erklärte Syngenta in ihrer Eingabe, dass sie die bestehenden Mitarbeiterbeteiligungspläne unmittelbar vor Veröffentlichung der Voranmeldung im Hinblick auf ein erfolgreiches öffentliches Übernahmeangebot von ChemChina derart abgeändert hatte, dass der Anspruch der unter den

⁷⁶ Vgl. Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Erw. 11.1 und 11.2.

⁷⁷ Vgl. Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Erw. 11.3.

⁷⁸ Vgl. Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Erw. 11.4.

Mitarbeiterbeteiligungsplänen berechtigten Personen auf physische Lieferung von Syngenta-Aktien aufgehoben und durch einen Barabgeltungsanspruch ersetzt wird, der per Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots die Auszahlung des Angebotspreises zuzüglich Spezialdividende vorsieht (**Barabgeltungstransaktionen**).⁷⁹ Mit ihrem Gesuch bat Syngenta die UEK um Feststellung, dass das beabsichtigte Vorgehen weder die *Best Price Rule* verletzt noch eine Erhöhung des Angebotspreises nach sich zieht, eventualiter um die Gewährung einer Ausnahme von der Pflicht zur Gleichbehandlung aller Anleger, einschliesslich der *Best Price Rule*.

3.2 Erwägungen

3.2.1 Verletzung der Best Price Rule

Die UEK befand, dass die *Best Price Rule* auf die während des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist auf Basis der abgeänderten Mitarbeiterbeteiligungspläne erfolgenden Barabgeltungstransaktionen der Zielgesellschaft anwendbar sei.⁸⁰

Da der für die *Best Price Rule* massgebliche Angebotspreis dem vom Anbieter in der Voranmeldung bzw. im Angebotsprospekt aufgeführten Preis entspreche und der so ermittelte Wert vorbehaltlich einer Herabsetzung auf Grund eines Preisreduktionsvorbehalts⁸¹ für die gesamte Dauer des Angebots der massgebliche Referenzpreis für die *Best Price Rule* bleibe, entschied die UEK, dass das beabsichtigte Vorgehen die *Best Price Rule* verletze.⁸²

3.2.2 Gewährung einer Ausnahme i.S.v. Art. 4 Abs. 1 UEV

Den Eventualantrag der Zielgesellschaft auf Gewährung einer Ausnahme von der Pflicht zur Gleichbehandlung aller Anleger, einschliesslich von der *Best Price Rule*, hiess die UEK gut, da die Zielgesellschaft (i) aus rechtlichen Gründen zur Erfüllung von Verpflichtungen unter oder zur Bedienung von Anwartschaften und Rechten aus ihren Mitarbeiterbeteiligungsplänen verpflichtet sei und (ii) durch die be-

schriebenen Vorgänge materiell keine ökonomische Besserstellung der unter den Mitarbeiterbeteiligungsplänen berechtigten Personen bewirkt werde.⁸³

4. Verfügung 624/04 vom 31. Oktober 2016

Im Rahmen der Verfügung 624/04 gewährte die UEK ChemChina gestützt auf Art. 14 Abs. 4 UEV eine weitere⁸⁴ Verlängerungsmöglichkeit hinsichtlich der Angebotsfrist.⁸⁵

IV. Angebot an die Aktionäre von gategroup Holding AG

1. Verfügung 630/01 vom 19. Mai 2016

Mit der Verfügung 630/01 stellte die UEK im Rahmen einer nachträglichen Prüfung des Angebots i.S.v. Art. 60 UEV die Gesetzmässigkeit des öffentlichen Übernahmeangebots der HNA Aviation (Hong Kong) Air Catering Holding Co., Ltd.⁸⁶ an die Aktionäre der gategroup Holding AG fest.

2. Verfügung 630/02 vom 18. November 2016

Im Rahmen der Verfügung 630/02 nahm die UEK eine Klarstellung im Zusammenhang mit der Praxis vor, wonach ein Aufschub des Vollzugs bis zu vier Monate nach Ablauf der Nachfrist möglich ist, sofern sich die Anbieterin den Aufschub im Angebotsprospekt vorbehalten hat. Sie stellte klar, dass ein Rückzug eines öffentlichen Übernahmeangebots auf Grund einer (noch) nicht erfüllten Bedingung nicht im freien Ermessen des Anbieters liege. Der Anbieter sei vielmehr verpflichtet, alle ihm zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit alle Bedingungen des öffentlichen Angebots eintreten (Art. 13 Abs. 3 UEV). Falls es vor diesem Hintergrund nicht möglich sei,

⁷⁹ Vgl. Verfügung 624/03 vom 29. April 2016 i.S. *Syngenta AG*, Sachverhalt Bst. I.

⁸⁰ Vgl. Verfügung 624/03 vom 29. April 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 13.

⁸¹ Vgl. dazu die Ausführungen in Ziffer 1.2.3 vorne.

⁸² Vgl. Verfügung 624/03 vom 29. April 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 19.

⁸³ Vgl. Verfügung 624/03 vom 29. April 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 23; vgl. *Tschäni/Diem* (Fn. 1), S. 77 ff.

⁸⁴ Zu der über die Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG* (Erw. 11.1 und 11.2) gewährten Verlängerung der Angebotsfrist, siehe die Ausführungen in Ziffer 2.2.3 vorne.

⁸⁵ Vgl. Verfügung 624/04 vom 31. Oktober 2016 i.S. *Syngenta AG*, Erw. 1.4.

⁸⁶ Bei dieser Gesellschaft handelt es sich um eine indirekte Tochtergesellschaft der HNA GROUP CO., LTD, Haikou, Volksrepublik China, einem 1993 gegründeten Fortune Global 500-Unternehmen.

die massgeblichen Bewilligungen oder Genehmigungen (insbesondere solche wettbewerbsrechtlicher Natur) vor dem Vollzugsdatum einzuholen, habe der Anbieter den Vollzug um vier Monate aufzuschieben. Ob danach ein Rücktritt vom Angebot möglich sei oder ob es eines weiteren Aufschubs des Vollzugsdatums bedürfe, entscheide sodann die UEK im Rahmen einer Interessenabwägung und nicht die Anbieterin alleine.⁸⁷

V. Angebot an die Aktionäre von Looser Holding AG – Verfügung 639/01 vom 28. September 2016

1. Sachverhalt

Am 14. September 2016 schloss AFG Arbonia-Forster-Holding AG (AFG oder **Anbieterin**) mit der an der SIX Swiss Exchange kotierten Looser Holding AG (**Looser** oder **Zielgesellschaft**) eine Transaktionsvereinbarung im Hinblick auf die Unterbreitung eines öffentlichen Kauf- und Tauschangebots⁸⁸ ab.⁸⁹ Parallel zur Transaktionsvereinbarung ging die Anbieterin mit den bisherigen Hauptaktionären von Looser einen Aktienkaufvertrag ein und verpflichtete sich, von diesen rund 53,32% aller Aktien von Looser zu einem Preis zu erwerben, der demjenigen entspricht, der im öffentlichen Kauf- und Tauschangebot von AFG vorgesehen ist.

Am 15. September 2016 veröffentlichte AFG die Voranmeldung und am 29. September 2016 schliesslich den Angebotsprospekt, in welchem AFG darauf hinwies, dass sie sich bei ihrem öffentlichen Kauf- und Tauschangebot zu Gunsten der Publikumsaktionäre an die Vorschriften über den Mindestpreis gemäss Art. 135 Abs. 2 FinfraG halten werde, obschon diese auf Grund des *Opting out* in den Statuten der Zielgesellschaft grundsätzlich keine Anwendung finden würden.

2. Erwägungen

Mit der Verfügung 639/01 stellte die UEK im Rahmen einer vorgängigen Prüfung des Angebots i.S.v. Art. 59 UEV die Gesetzmässigkeit des öffentlichen Kauf- und Tauschangebots von AFG an die Aktionäre der Looser Holding AG fest.

Ungeachtet des statutarischen *Opting out* der Zielgesellschaft⁹⁰ hatte die UEK dabei vor dem Hintergrund des übernahmerechtlichen Lauterkeitsgebots überprüft, ob das Angebot von AFG die Vorschriften über den Mindestpreis⁹¹ einhält, wie das von der Anbieterin im Angebotsprospekt angekündigt wurde.⁹²

Mit Blick auf den Art. 9a Abs. 2 UEV, gemäss welchem der Anbieter den Aktionären bei einem Kontrollwechsel-Angebot, bei welchem der Angebotspreis ganz oder teilweise aus Effekten besteht, eine Baralternative anbieten muss, falls er in den zwölf Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen bar erworben hat, welche 10% oder mehr des Aktien- oder Partizipationskapitals der Zielgesellschaft ausmachen, entschied die UEK, dass diese Bestimmung vorliegend keine Anwendung finde, da es sich beim Angebot von AFG auf Grund des *Opting out* nicht um ein Kontrollwechsel-Angebot i.S.v. Art. 9 Abs. 6 UEV, sondern um ein rein freiwilliges Angebot handle.⁹³

VI. Pflichtangebot an die Aktionäre von ACRON HELVETIA VII Immobilien AG

1. Verfügung 637/01 vom 5. August 2016

1.1 Sachverhalt

Am 8. Juni 2016 erwarb ACRON Swiss Premium Assets AG, Zug (**Anbieterin**), rund 60% der Stimmrechte der an der BX Berne eXchange kotierten ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, Zürich (**Zielgesellschaft**). Damit musste sie auf Grund von Art. 39 Abs. 1 FinfraV-FINMA den Aktionären der Zielgesellschaft inner-

⁸⁷ Vgl. Verfügung 630/02 vom 18. November 2016 i.S. *gate-group Holding AG*, Erw. 1, Rn. 5.

⁸⁸ Auch als gemischtes Angebot mit Bar- und Tauschkomponente oder gemischtes Bar- und Umtauschangebot bezeichnet.

⁸⁹ Vgl. Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 i.S. *Looser Holding AG*, Sachverhalt, Bst. F.

⁹⁰ Vgl. Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 i.S. *Looser Holding AG*, Rn. 13 ff.

⁹¹ Vgl. dazu Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 i.S. *Looser Holding AG*, Erw. 4.2.

⁹² Vgl. Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 i.S. *Looser Holding AG*, Rn. 16.

⁹³ Vgl. Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 i.S. *Looser Holding AG*, Erw. 5.1.

halb von zwei Monaten ein Pflichtangebot nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG unterbreiten.

Mit einem Fristverlängerungsgesuch i.S.v. Art. 39 Abs. 2 FinfraV-FINMA ersuchte die Anbieterin die UEK am 22. Juli 2016 um Verlängerung der Frist zur Unterbreitung des Pflichtangebots um zwei Monate. Die Anbieterin begründete ihren Antrag auf Fristverlängerung im Wesentlichen damit, dass die Finanzierung des Pflichtangebots auf Grund der gegebenen Verhältnisse nicht einfach erhältlich zu machen sei.⁹⁴

1.2 Erwägungen

In der Verfügung 637/01 führte die UEK im Sinne einer restriktiven Auslegung der in Art. 39 Abs. 2 FinfraV-FINMA genannten wichtigen Gründe aus, dass die fehlende Finanzierung eines Angebots bei Ablauf der Zweimonatsfrist nach Überschreiten des Grenzwerts nicht *per se*, sondern vielmehr nur ausnahmsweise einen wichtigen Grund i.S.v. Art. 39 Abs. 2 FinfraV-FINMA darstelle. Zur Rechtfertigung der Gewährung einer Fristverlängerung müssten entsprechend Argumente bzw. aussergewöhnliche Umstände geltend gemacht werden können, die belegen, dass das Fehlen der Finanzierung auf äussere, ausserhalb der Einflussphäre des Gesuchstellers liegende Gründe zurückzuführen sei (wie z.B. die kurzfristige, unerwartete Widerrufung einer Kreditzusage durch den Darlehensgeber gegen den Willen des Darlehensnehmers).

Obschon die Anbieterin in ihrem Fristverlängerungsgesuch keine derartigen Argumente oder aussergewöhnlichen Umstände und damit keine wichtigen Gründe i.S.v. Art. 30 Abs. 2 UEV glaubhaft machen konnte, hiess die UEK den Antrag der Anbieterin auf Fristverlängerung ausnahmsweise dennoch gut, da die restriktive Auslegung wichtiger Gründe i.S.v. Art. 39 Abs. 2 FinfraV-FINMA eine Änderung der bisherigen Praxis darstelle und die Anbieterin sich bei der Begründung ihres Fristverlängerungsgesuchs

nach Treu und Glauben auf die bislang geltende Praxis⁹⁵ stützen dürfe.⁹⁶

2. Verfügung 637/02 vom 7. Oktober 2016

Im Rahmen der Verfügung 637/02 stellte die UEK fest, dass das öffentliche Kaufangebot von ACRON Swiss Premium Assets AG an die Aktionäre von ACRON HELVETIA VII Immobilien AG den gesetzlichen Bestimmungen entspricht.

Anlässlich der vorgängigen Prüfung des Angebots i.S.v. Art. 59 UEV hiess die UEK im Einklang mit ihrer ständigen Praxis den Antrag der Anbieterin auf Verkürzung der 20-tägigen Angebotsfrist gemäss Art. 14 Abs. 3 UEV gut, da ACRON Swiss Premium Assets AG vor der Veröffentlichung des Angebots die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft besass und der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Angebotsprospekt veröffentlicht wurde.⁹⁷

Gewisse Fragen stellten sich sodann auch im Hinblick auf die korrekte Bewertung der gemäss den Regeln des UEK-Rundschreibens Nr. 2⁹⁸ illiquiden Titel der Zielgesellschaft, in deren Eigenschaft als kotierte Immobiliengesellschaft, die lediglich eine Büroimmobilie⁹⁹ hielt.¹⁰⁰

3. Verfügung 646/01 vom 17. November 2016

3.1 Sachverhalt

Am 21. Oktober 2016 – noch während des laufenden Übernahmeangebots von ACRON Swiss Premium Assets AG an die Aktionäre von ACRON HELVETIA VII Immobilien AG – schlossen die HFS Helvetic Financial Services AG, Wollerau, und die ACRON-Gruppe

⁹⁴ Für weitere Details zur Begründung vgl. Verfügung 637/01 vom 5. August 2016 i.S. ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, Rn. 6 ff.

⁹⁵ Vgl. Empfehlung 314/02 vom 3. Mai 2007 im Sinne von GNI Global Net International AG, Erw. 2.2 f.; Empfehlung 314/01 vom 16. März 2007 im Sinne von GNI Global Net International AG, Erw. 2.3.

⁹⁶ Vgl. Verfügung 637/01 vom 5. August 2016 i.S. ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, Rn. 10 f.; vgl. auch Bohrer/Rehm/Huggenberger/Spiegel/Emery (Fn. 1), S. 121 f.

⁹⁷ Vgl. Verfügung 637/02 vom 7. Oktober 2016 i.S. ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, Erw. 8.

⁹⁸ UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010.

⁹⁹ Es handelt sich dabei um die Liegenschaft Portikon an der Thurgauerstrasse 130 in Opfikon.

¹⁰⁰ Vgl. dazu Verfügung 637/02 vom 8. Oktober 2016 i.S. ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, Rn. 10.

und damit letztlich auch die die ACRON HELVETIA VII Immobilien AG beherrschenden Aktionäre (nachfolgend zusammen die **Vertragsparteien**) einen aufschiebend bedingten Aktienkaufvertrag zum Erwerb von (vorerst) rund 51% des Kapitals und der Stimmrechte der ACRON AG,¹⁰¹ Zürich, ab. Mit Vollzug dieses Vertrags sollte die HFS Helvetic Financial Services AG schliesslich indirekt die Mehrheit an der ACRON Swiss Premium Assets AG¹⁰² und an der ACRON HELVETIA VII Immobilien AG übernehmen.

Im Zusammenhang mit dem aufschiebend bedingten Aktienkaufvertrag reichten die Vertragsparteien am 24. Oktober 2016 ein Gesuch bei der UEK ein und beantragten, dass ihnen hinsichtlich des indirekten Erwerbs von Beteiligungspapieren der ACRON HELVETIA VII Immobilien AG eine auf Art. 41 Abs. 2 lit. c FinfraV-FINMA («indirekter Erwerb als Nebeneffekt einer Transaktion») basierende Ausnahme von der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG zu gewähren sei.

Nachdem die ACRON Swiss Premium Assets AG am 31. Oktober 2016 im Rahmen einer Ergänzung zu ihrem Angebotsprospekt darüber informiert hatte, dass die ACRON HELVETIA VII Immobilien AG anlässlich einer ausserordentlichen Generalversammlung am 15. November 2016 über die Einführung eines generellen *Opting out* abstimmen lassen würde, wonach ein Erwerber von Aktien der Gesellschaft nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot nach Art. 135 und 163 FinfraG verpflichtet ist, entschied die UEK, die Durchführung der ausserordentlichen Generalversammlung abzuwarten und hiernach die in Bezug auf die Einführung des *Opting out* massgeblichen Dokumente einzufordern.

3.2 Erwägungen

Im Rahmen der Verfügung 646/01 entschied die UEK unter Zugrundelegung der üblichen Kriterien (d.h.

Mehrheit der Minderheit und Transparenz¹⁰³), dass das anlässlich der ausserordentlichen Generalversammlung der Aktionäre der ACRON HELVETIA VII Immobilien AG beschlossene *Opting out* übernahme-rechtlich gültig sei. Der Antrag der Vertragsparteien auf Gewährung einer Ausnahme von der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots i.S.v. Art. 41 Abs. 2 lit. c FinfraV-FINMA («indirekter Erwerb als Nebeneffekt einer Transaktion») wurde als gegenstandslos abgeschrieben.

VII. (Nicht-)Bestehen einer Angebotspflicht

1. Verfügung 627/01 i.S. EFG Bank European Financial Group SA vom 22. Februar 2016

1.1 Sachverhalt

Die *Latsis Family Interests* kontrollierte über die EFG Bank European Financial Group SA (**EFG Group**) indirekt 54,8% der Stimmrechte von EFG International AG (**EFGI**).

Am 15. September 2015 erwarb Banco BTG Pactual S.A. (**BTG**) sämtliche Aktien der BSI AG (**BSI**), einer Schweizer Bank mit Sitz in Lugano.

EFGI und BTG standen am 9. Februar 2016 in fortgeschrittenen Verhandlungen über den Kauf der BSI durch EFGI. Der Kaufpreis für BSI sollte teilweise in bar und teilweise in neu auszugebenden EFGI-Aktien bezahlt werden. Die für den Aktientausch benötigten EFGI-Aktien sollten durch eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der EFGI-Aktionäre zu Gunsten von BTG und gegen Einlage eines Teils der Aktien der BSI Holdings geschaffen werden. Zur Finanzierung der Barkomponente plante EFGI, eine weitere Kapitalerhöhung mit Barliberierung durchzuführen.

Sollte diese Transaktion vollzogen werden, würde BTG direkt oder indirekt rund 20 bis maximal 30% des Aktienkapitals und der Stimmrechte an EFGI halten. Die Beteiligung von EFG Group an EFGI würde sich dann von 54,8% der Stimmrechte auf rund 38% reduzieren. In keinem Fall würde EFG Group dabei weniger als 33¹/₃% des Kapitals und der Stimmrechte von EFGI halten.

¹⁰¹ Zum Zweck des Erwerbs der restlichen Aktien an der ACRON AG schlossen die Vertragsparteien eine Optionsvereinbarung ab, welche mit Vollzug des Aktienkaufvertrags in Kraft treten sollte. Überdies wurde zwischen den Vertragsparteien ein Aktionärsbindungsvertrag betreffend die ACRON AG abgeschlossen, der ebenfalls mit Vollzug des Aktienkaufvertrags in Kraft treten sollte.

¹⁰² Die ACRON AG beherrschte die ACRON Swiss Premium Assets AG vollständig und hielt entsprechend deren sämtliche Aktien.

¹⁰³ Vgl. dazu *Luc Thévenoz/Lukas Roos*, *Opting out*, in: *Mergers & Acquisitions XVII*, Hrsg. Rudolf Tschäni, Zürich/Basel/Genf 2015, S. 33 ff.

Um sicherzustellen, dass die Transaktion nicht daran scheitert, dass die Generalversammlung von EFGI die erforderlichen Kapitalerhöhungen ablehnt, sollte EFG Group mit einem Vertrag eingebunden werden. Das dafür vorgesehene *Letter Agreement* sollte zeitgleich mit dem Aktienkaufvertrag abgeschlossen werden. Im *Letter Agreement* verpflichtet sich EFG Group gegenüber EFGI insbesondere zu Folgendem:

- EFG Group würde an der Generalversammlung von EFGI vor dem Vollzugstag betreffend die verschiedenen Kapitalerhöhungen für die entsprechenden Beschlüsse stimmen.
- EFG Group würde an der Generalversammlung von EFGI vor dem Vollzugstag für die Wahl von einem oder zwei Mitgliedern des Verwaltungsrates der EFGI, welche von BTG vorgeschlagen wurden, stimmen. Die neuen Verwaltungsräte dürften ihr Amt erst am Vollzugstag antreten.

Weiter war vorgesehen, dass EFG Group und BTG am Vollzugstag der Transaktion ein *Pre-Emption Agreement* unterzeichnen. Damit wurde EFG Group ein Vorhandrecht an den durch BTG gehaltenen EFGI-Aktien eingeräumt. Ausserdem wurde damit die Wahl des oder der von BTG nominierten Vertreter(s) in den Verwaltungsrat von EFGI geregelt.

1.2 Erwägungen

Die Angebotspflicht einer organisierten Gruppe wird seit dem 1. Januar 2016 in Art. 33 FinfraV-FINMA geregelt. Darin fehlt im Vergleich mit der Norm von Art. 31 aBEHV-FINMA, die bis Ende 2015 für die angebotspflichtige Gruppe massgebend war, das Wort «*sinngemäss*». Die UEK war der Ansicht, «*dass der Wegfall des Worts «sinngemäss» im Rahmen der Verweisung von Art. 33 FinfraV-FINMA auf Art. 12 FinfraV-FINMA keine inhaltliche Änderung des Gruppenbegriffs bewirkt*». ¹⁰⁴

Des Weiteren hielt die UEK fest, dass «*mit dem Abschluss des Letter Agreement keine angebotspflichtige Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA entsteht*». ¹⁰⁵ Begründet wurde dies im Wesentlichen damit, dass

selbst die einmal vollzogene Transaktion nicht zu einer angebotspflichtigen Gruppe führt. Damit erübrigte sich die Frage, «*ob in den entsprechenden Vorbereitungshandlungen eine kontrollrelevante Gruppenab-sprache zu erblicken ist*». ¹⁰⁶

Sodann wurde ausgeführt, dass ein einseitiges Vorhandrecht für sich allein keine angebotspflichtige Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA entstehen lassen kann. Gleiches galt im vorliegenden Fall für das Notifikationsrecht sowie für das Verpfändungsverbot. ¹⁰⁷

Abschliessend ging die UEK davon aus, dass BTG durch die Zusage einer Vertretung von einem oder zwei Mitgliedern im Verwaltungsrat von EFGI kein wesentlicher Einfluss auf die beherrschende Stellung von EFG Group eingeräumt wurde, die zu einer gemeinsamen Führung der EFGI führen würde. Der von den Parteien vorgebrachte Sachverhalt bewirkte folglich «*aus objektiver Sicht keine gemeinsame Beherrschung von EFGI durch EFG Group und BTG*». ¹⁰⁸ Würde das *Pre-Emption Agreement* unterzeichnet, entstünde «*dadurch zwischen EFG Group und BTG keine angebotspflichtige Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA*». ¹⁰⁹

2. Verfügung 645/01 i.S. Vontobel Holding AG vom 18. November 2016

Im Fall Vontobel Holding AG (**Vontobel Holding**) war im Wesentlichen zu prüfen, ob die Überführung eines bestehenden, die Vontobel Holding beherrschenden Pools in zwei Nachfolge-Pools eine Angebotspflicht auslöste.

Nach Art. 136 Abs. 2 FinfraG entfällt die Angebotspflicht insbesondere, wenn die Stimmrechte durch Schenkung oder Erbteilung erworben werden. Diverse Übertragungen von Aktien an Vontobel Holding fielen in jenem Fall unter Art. 136 Abs. 2 FinfraG. Die Angebotspflicht entfiel somit für diese Fälle. ¹¹⁰

¹⁰⁴ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 6; vgl. Tschäni/Diem (Fn. 1), S. 72.

¹⁰⁵ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 11.

¹⁰⁶ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 12.

¹⁰⁷ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 16.

¹⁰⁸ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 20.

¹⁰⁹ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 19; vgl. auch Tschäni/Diem (Fn. 1), S. 72 f.

¹¹⁰ Verfügung 645/01 i.S. *Vontobel Holding AG* vom 18. November 2016, Rn. 3–14.

Keine Angebotspflicht entstand sodann durch das blosses Ausscheiden von einem Mitglied des bestehenden Pools, da dieses Mitglied die ursprünglich von der organisierten Gruppe erfassten Aktien mitnahm.¹¹¹

Ausserdem veränderten die Beendigung des bestehenden Poolvertrags und der gleichzeitige Abschluss eines Kern-Pool-Vertrags und eines erweiterten Pool-Vertrags die Kontrollverhältnisse innerhalb der beherrschenden Gruppe nicht wesentlich und lösten daher keine Angebotspflicht für alle Aktien von Vontobel Holding aus.¹¹²

Schliesslich wurde festgestellt, dass angesichts der Grösse der Beteiligung der betreffenden Person und der konkreten Beteiligungsverhältnisse innerhalb des erweiterten Pools ein Erwerb der Beteiligung dieser Person durch ein anderes Mitglied des erweiterten Pools keine wesentliche Änderung der Kontrollverhältnisse innerhalb des erweiterten Pools zur Folge hätte und keine Angebotspflicht auslösen würde.¹¹³

3. Verfügung 626/01 vom 23. Februar 2016 i.S. SCHMOLZ+BICKENBACH AG und Verfügung 641/01 vom 7. Oktober 2016 i.S. Sulzer AG

3.1 Sachverhalt

Den beiden Verfügungen 626/01 sowie 641/01 lag im Wesentlichen je der Sachverhalt zu Grunde, dass eine Gesellschaft im Rahmen einer Refinanzierungstransaktion von verschiedenen Banken Kredite aufnahm und mit diesen Banken zwecks Absicherung der Kredite grundsätzlich identische Aktienpfandverträge¹¹⁴ sowie zur Koordination einer allfälligen Pfandverwertung weitere Verträge abschloss (die Ak-

tenkaufverträge und die weiteren Verträge nachfolgend die **Vereinbarungen**). Die entsprechenden Vereinbarungen sahen vor, dass die Banken bei Eintritt bestimmter Ereignisse die Möglichkeit haben, die Stimmrechte der verpfändeten Aktien an sich zu ziehen und die Aktien in einem koordinierten Verfahren oder gegebenenfalls auch je einzeln privat zu erwerben bzw. diese selber zu erwerben.

3.2 Erwägungen

Mit den Verfügungen 626/01 sowie 641/01 entschied die UEK, dass mangels einer gemeinsamen Absprache im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA weder die Refinanzierungstransaktionen bzw. die in diesem Zusammenhang geschlossenen Vereinbarungen noch die für einen allfälligen Verwertungsfall vorgesehenen Abläufe eine Angebotspflicht nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG für die beteiligten Parteien entstehen lassen.

VIII. Öffentliche Rückkaufprogramme

1. Öffentliches Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG

1.1 Sachverhalt

Die an der BX Berne eXchange kotierte AP Alternative Portfolio AG (**AP**) wollte eigene Aktien im Umfang von maximal CHF 12 Mio. zurückkaufen. Der Rückkaufpreis für die im Programm angedienten Aktien sollte dabei mittels einer sogenannten *Dutch Auction* bestimmt werden. Dieser Preis sollte im Rahmen einer Spannweite von CHF 285–306 liegen. Diese Spannweite entsprach einem Discount von etwa 5–12% gegenüber dem Net Asset Value (**NAV**) der AP-Aktien. Der letztlich bezahlte Angebotspreis sollte so festgelegt werden, dass jeder andienende Aktionär angab, wie viele Aktien zu welchem Preis er innerhalb der vom Verwaltungsrat von AP angegebenen Spannweite verkaufen wollte. Konkret sollte der Rückkaufpreis für alle andienenden Aktionäre identisch sein. Er sollte so festgesetzt werden, dass das gesamte geplante Rückkaufvolumen von maximal CHF 12 Mio. an die andienenden Aktionäre ausbezahlt werden konnte. Die andienenden Aktionäre sollten dabei entweder zu dem von ihnen im Rahmen der *Dutch Auction* ge-

¹¹¹ Verfügung 645/01 i.S. *Vontobel Holding AG* vom 18. November 2016, Rn. 16.

¹¹² Verfügung 645/01 i.S. *Vontobel Holding AG* vom 18. November 2016, Rn. 17–22.

¹¹³ Verfügung 645/01 i.S. *Vontobel Holding AG* vom 18. November 2016, Rn. 23–29.

¹¹⁴ Im Rahmen der Verfügung 626/01 vom 23. Februar 2016 i.S. *SCHMOLZ+BICKENBACH AG* wurden Aktien der *SCHMOLZ+BICKENBACH AG* (entsprechend rund 25,51% der Stimmrechte) sowie Aktien der *OC Oerlikon Corporation AG* (entsprechend rund 41,35% der Stimmrechte) verpfändet und im Rahmen der Verfügung 641/01 vom 7. Oktober 2016 i.S. *Sulzer AG* Aktien der *Sulzer AG* (entsprechend insgesamt rund 63,43% der Stimmrechte).

nannten oder zu einem höheren Preis als diesem ihre Namenaktien an AP verkaufen können.¹¹⁵

Um den Rückkaufpreis zu ermitteln, sollten die andienungswilligen Aktionäre gebeten werden, anzugeben, wie viele Namenaktien von AP sie zu welchem Preis innerhalb der angegebenen Spannweite verkaufen wollten. Konnten sodann zu dem Rückkaufpreis, der im Rahmen der *Dutch Auction* festgelegt wurde, nicht alle angedienten Namenaktien zurückgekauft werden, weil das maximale Rückkaufvolumen von CHF 12 Mio. bereits erreicht war, sollte eine proportionale Kürzung der Namenaktien, die auf dem Niveau des letztlich bestimmten Rückkaufpreises von jedem Aktionär angedient wurden, erfolgen.¹¹⁶

1.2 Erwägungen

Die UEK hielt in ihrer Verfügung fest, dass die *Dutch Auction* sowohl Aspekte der Rückkäufe zum Festpreis als auch derjenigen zum Marktpreis enthielt. Allerdings überwogen die Charakteristika der Rückkäufe zum Festpreis wie zum einen die Dauer und zum anderen der allen Aktionären bezahlte identische Preis. Entsprechend prüfte die Kommission das *Dutch Auction*-Verfahren mit Blick auf die Bestimmungen, die sich auf Aktienrückkäufe zum Festpreis beziehen.¹¹⁷

Anschliessend wurde untersucht, ob es dem Grundsatz der Gleichbehandlung nach Art. 127 Abs. 2 FinfraG und Art. 9 UEV entsprach, dass diejenigen Aktionäre, die den letztlich bezahlten Angebotspreis genau trafen, eine proportionale Kürzung der angedienten Aktien erfuhren.¹¹⁸ Das Rückkaufprogramm sah einen minimalen Rückkaufpreis vor. Diese verbindliche Preisuntergrenze wurde dabei als «das funktionale Äquivalent eines Angebots zum Festpreis» angesehen. Das Rückkaufprogramm enthielt ferner eine Komponente, die es den Aktionären ermöglichte, einen höheren Rückkaufpreis zu erhalten. Jeder Aktionär hatte dabei die Wahl, seine Aktien zum tiefsten Angebotspreis anzudienen. Entspre-

chend war die UEK der Ansicht, dass dem Grundsatz der Gleichbehandlung Genüge getan war.¹¹⁹

Sodann wurde geprüft, ob die Grundsätze der Transparenz und der Lauterkeit eingehalten waren. Im vorliegenden Fall war der Angebotspreis im Zeitpunkt seiner Publikation noch nicht bestimmt, sondern erst am Ende der Auktion. Nichtsdestotrotz war die UEK der Ansicht, dass jeder Aktionär seine Beteiligungspapiere im Wissen um den tiefsten angebotenen Preis an AP verkaufen konnte. Aus dieser Sicht wurde der Rückkaufpreis als genügend bestimmt angesehen.¹²⁰

Auch wurde die Tatsache, dass der Preis am Ende der Auktion höher ausfallen konnte, als zulässig betrachtet. Dies geschah, «da es sich bei den Aktien von AP um illiquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-RS Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (UEK-Rundschreiben Nr. 2) handelt». Somit erschien es gerechtfertigt, AP zu erlauben, den Rückkaufpreis mittels einer *Dutch Auction* zu bestimmen.¹²¹

2. Öffentliches Rückkaufprogramm von Alpine Select AG

2.1 Sachverhalt

Mit Gesuch vom 7. November 2016 i.S.v. Rn. 36 des UEK-Rundschreibens Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 27. Juni 2013 (**UEK-Rundschreiben Nr. 1**)¹²² ersuchte die Schweizer Investmentgesellschaft Alpine Select AG die UEK um Freistellung eines geplanten Rückkaufprogramms zum Festpreis, das sich in den folgenden Punkten von herkömmlichen Rückkaufprogrammen unterschied:

- (i) Das Volumen des geplanten Rückkaufprogramms in der Höhe von rund 25% des Kapitals und der Stimmrechte überstieg gesamthaft sowohl die 10%-Schwelle des Kapitals und der Stimmrechte als auch die 20%-Schwelle des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere gemäss Rn. 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1.

¹¹⁵ Verfügung 622/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 3. Februar 2016, Rn. 5.

¹¹⁶ Verfügung 622/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 3. Februar 2016, Rn. 6 f.

¹¹⁷ Verfügung 622/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 3. Februar 2016, Rn. 9.

¹¹⁸ Verfügung 622/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 3. Februar 2016, Rn. 13.

¹¹⁹ Verfügung 622/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 3. Februar 2016, Rn. 14.

¹²⁰ Verfügung 622/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 3. Februar 2016, Rn. 16.

¹²¹ Verfügung 622/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 3. Februar 2016, Rn. 17.

¹²² Vgl. Verfügung 647/01 vom 28. November 2016 i.S. Alpine Select AG, Sachverhalt, Bst. F und G.

- (ii) Der beabsichtigte Ablauf des Rückkaufprogramms unterschied sich insofern von dem üblichen Ablauf, als dass vorliegend in einem ersten Schritt parallel zur Verfügung der UEK eine Medienmitteilung und nicht, wie gewohnt, direkt das Rückkaufinserat veröffentlicht und erst nach Ablauf einer Karenzfrist in einem zweiten Schritt das Rückkaufinserat publiziert werden sollte.
- (iii) Die Karenzfrist von Rn. 38 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 sollte antragsgemäss auf fünf Börsentage verkürzt werden.

2.1 Erwägungen

Im Rahmen ihrer Verfügung 647/01 entschied die UEK, dass die Überschreitung des Rückkaufvolumens von 10% des Kapitals und der Stimmrechte und von 20% des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere im vorliegenden Fall zulässig sei.¹²³ Alpine Select AG wurde eine Ausnahme von Rn. 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 gewährt. Mit Ausnahme der beantragten Verkürzung der Karenzfrist¹²⁴ befand die UEK auch den beabsichtigten Ablauf des Rückkaufprogramms für rechtmässig: Der Argumentation von Alpine Select AG folgend, stellte die UEK fest, dass der beabsichtigte Ablauf des Rückkaufprogramms nicht gegen die Vorschriften des UEK-Rundschreibens Nr. 1 (insbesondere dessen Rn. 38) verstosse und weder den Interessen der Angebotsempfänger noch den funktionalen Zielen des Übernahmerechts (Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung) zuwiderlaufe.¹²⁵

¹²³ Die UEK stellte diesbezüglich auf die Praxis ab, dass im Einzelfall Rückkäufe in einem grösseren Umfang als nach Rn. 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1: Rückkaufprogramme bewilligt werden können, wenn dies mit den Interessen der Anleger vereinbar ist (Art. 123 Abs. 3 FinfraV) und wenn sichergestellt ist, dass der Rückkauf nicht zu einer erheblichen Veränderung der Kontrollverhältnisse oder zu einer übermässigen Reduktion des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere führt sowie wenn die übernahmerechtlichen Grundsätze (Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung) eingehalten sind; vgl. Verfügung 647/01 vom 28. November 2016 i.S. *Alpine Select AG*, Rn. 6 ff.

¹²⁴ Vgl. dazu Verfügung 647/01 vom 28. November 2016 i.S. *Alpine Select AG*, Erw. 4.

¹²⁵ Vgl. Verfügung 647/01 vom 28. November 2016 i.S. *Alpine Select AG*, Rn. 21.

IX. Fazit

Die wesentlichsten für die Praxis relevanten Punkte aus den oben erwähnten Verfügungen der UEK seien nachfolgend in Kürze zusammengefasst:

- Werden nicht kotierte Aktien der Zielgesellschaft erworben und wird dieser Vorgang mit einem öffentlichen Angebot verknüpft, fällt ein solcher Erwerb unter die *Best Price Rule*.¹²⁶ Das gilt selbst dann, wenn die nicht kotierten Aktien nicht Gegenstand des Angebotes sind.¹²⁷ Im vorliegenden Fall waren diejenigen geldwerten Leistungen zum Erwerbspreis hinzuzuzählen, die der Anbieter einem verkaufenden Aktionär neben dem Kaufpreis für die Aktien zusätzlich zukommen liess.¹²⁸
- Die *Best Price Rule* ist auch anwendbar, wenn das erworbene Beteiligungspapier nicht Gegenstand des öffentlichen Angebots ist.¹²⁹ Bei verschiedenen Aktienkategorien müssen die für die jeweilige Kategorie bezahlten Preise in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen. Dabei ist es grundsätzlich dem Anbieter überlassen, die Kriterien festzulegen, nach denen das Verhältnis zwischen den Angebotspreisen für die verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren bestimmt wird.¹³⁰
- Es ist vertretbar, für die erhöhte Stimmkraft bestimmter Aktien einen Mehrwert von 8% anzunehmen.¹³¹ Vertragstypische Nebenrechte dürfen im Anwendungsbereich der *Best Price Rule* nicht als geldwerte Leistung berücksichtigt werden.¹³²
- Wer die Beherrschung der Zielgesellschaft anstrebt, hat Anbieterqualität und gilt als Hauptakteur. Eine (gemeinsame) Beherrschungsabsicht

¹²⁶ Vgl. Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 19–21.

¹²⁷ Vgl. Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 22 f.

¹²⁸ Verfügung 623/01 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 25. Februar 2016, Rn. 27.

¹²⁹ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 13.

¹³⁰ Verfügung 623/02 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 30. März 2016, Rn. 22.

¹³¹ Vgl. Verfügung 623/03 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 2. Mai 2016, Rn. 9.

¹³² Vgl. Verfügung 623/03 i.S. *Kuoni Reisen Holding AG* vom 2. Mai 2016, Rn. 20 und 24.

- ist insbesondere dann gegeben, wenn die Beteiligten zusammen die Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder bestimmen und die Strategie der Zielgesellschaft gemeinsam festlegen.¹³³ Dabei beherrscht nicht derjenige eine Gesellschaft, der deren operative Geschäfte führt, sondern derjenige, der diese Person auswählen kann.¹³⁴
- Der Angebotspreis muss üblicherweise in Schweizer Franken beglichen werden. Unter bestimmten Umständen kann die Barzahlung i.S.v. Art. 45 Abs. 1 FinfraV-FINMA jedoch auch in einer anderen Währung geleistet werden.¹³⁵
 - Bei der Abfassung von Angebotsbedingungen hat der Anbieter ein besonderes Augenmerk auf die Lesbarkeit und Verständlichkeit der entsprechenden Konditionen zu legen. Angebotsbedingungen sind so zu formulieren, dass sie der Durchschnittsanleger ohne Weiteres verstehen kann.¹³⁶
 - Der Angebotspreis ist der Referenzpreis für die *Best Price Rule* und bleibt dies für die gesamte Dauer des Angebots, sofern auf Basis eines Preisreduktionsvorbehalts keine Herabsetzung erfolgt.¹³⁷
 - Mit Bezug auf eine öffentlich-rechtliche Körperschaft ist ein Handeln in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin in der Regel erst dann anzunehmen, wenn diese Körperschaft auf die Übernahme der Zielgesellschaft oder auf vorangegangene Entscheidungen tatsächlich Einfluss nimmt oder in allgemeiner Weise auf strategische Entscheidungen der Anbieterin einwirkt.¹³⁸
 - Das Bestehen und die Höhe einer *Reverse Break Fee* spielt für die Beurteilung der übernahmerechtlichen Zulässigkeit einer *Break Fee* keine Rolle. Die übernahmerechtliche Problematik einer *Break Fee* besteht demnach unabhängig davon, ob neben der *Break Fee* auch noch eine *Reverse Break Fee* vereinbart wird oder nicht.¹³⁹
 - Der Rückzug eines öffentlichen Übernahmeangebots auf Grund einer (noch) nicht erfüllten Bedingung liegt nicht im freien Ermessen des Anbieters. Der Anbieter ist vielmehr verpflichtet, alle ihm zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit sämtliche Bedingungen des öffentlichen Angebots eintreten. Dazu gehört gegebenenfalls auch ein Aufschub des Vollzugs um bis zu vier Monate nach Ablauf der Nachfrist. Ob danach ein Rücktritt vom Angebot möglich ist, oder ob es eines weiteren Aufschubs des Vollzugsdatums bedarf, entscheidet die UEK im Rahmen einer Interessenabwägung.¹⁴⁰
 - Die fehlende Finanzierung eines Angebots bei Ablauf der Zweimonatsfrist nach Überschreiten des Grenzwerts stellt nicht *per se*, sondern vielmehr nur ausnahmsweise einen wichtigen Grund i.S.v. Art. 39 Abs. 2 FinfraV-FINMA dar. Zur Rechtfertigung der Gewährung einer Fristverlängerung sind Argumente bzw. aussergewöhnliche Umstände geltend zu machen, die belegen, dass das Fehlen der Finanzierung auf äussere, ausserhalb der Einflussosphäre des Gestuchstellers liegende Gründe zurückzuführen ist.¹⁴¹
 - Der Wegfall des Wortes «sinngemäss» in der Verweisung von Art. 33 FinfraV-FINMA auf Art. 12 FinfraV-FINMA bewirkt keine inhaltliche Änderung des Gruppenbegriffs bei der Angebotspflicht.¹⁴² Ein einseitiges Vorhandrecht lässt für sich allein keine angebotspflichtige Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA entstehen. Gleiches gilt grundsätzlich für ein Notifikationsrecht, für ein Verpfändungsverbot¹⁴³ und für die Zusage einer Vertretung von einem oder zwei Mitgliedern im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft.¹⁴⁴

¹³³ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 28.

¹³⁴ Verfügung 638/01 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 9. September 2016, Rn. 33.

¹³⁵ Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 17.

¹³⁶ Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 32.

¹³⁷ Verfügung 624/01 vom 2. Februar 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 41 sowie Verfügung 624/03 vom 29. April 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 14.

¹³⁸ Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 11.

¹³⁹ Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 i.S. *Syngenta AG*, Rn. 36.

¹⁴⁰ Verfügung 630/02 vom 18. November 2016 i.S. *gategroup Holding AG*, Rn. 5.

¹⁴¹ Verfügung 637/01 vom 5. August 2016 i.S. *ACRON HELVETIA VII Immobilien AG*, Rn. 10.

¹⁴² Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 6.

¹⁴³ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 16.

¹⁴⁴ Verfügung 627/01 i.S. *EFG Bank European Financial Group SA* vom 22. Februar 2016, Rn. 19 f.

- Der Rückkauf eigener Aktien mittels einer sogenannten *Dutch Auction* wird grundsätzlich mit Blick auf die Bestimmungen, die sich auf Aktienrückkäufe zum Festpreis beziehen, geprüft.¹⁴⁵ Es entspricht dabei dem Grundsatz der Gleichbehandlung nach Art. 127 Abs. 2 FinfraG und Art. 9 UEV, dass diejenigen Aktionäre, die den letztlich bezahlten Angebotspreis genau treffen, eine proportionale Kürzung der angedienten Aktien erfahren.¹⁴⁶
- Rückkäufe können im Einzelfall in einem größeren Umfang als nach Rn. 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 bewilligt werden, wenn dies mit den Interessen der Anleger vereinbar ist bzw. wenn sichergestellt ist, dass der Rückkauf nicht zu einer erheblichen Veränderung der Kontrollverhältnisse oder zu einer übermässigen Reduktion des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere führt und die übernahmerechtlichen Grundsätze (Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung) eingehalten sind.¹⁴⁷

¹⁴⁵ Verfügung 622/01 i.S. *AP Alternative Portfolio AG* vom 3. Februar 2016, Rn. 9.

¹⁴⁶ Verfügung 622/01 i.S. *AP Alternative Portfolio AG* vom 3. Februar 2016, Rn. 13.

¹⁴⁷ Verfügung 647/01 vom 28. November 2016 i.S. *Alpine Select AG*, Rn. 7 f.