

Die Praxis des Jahres 2019 im Übernahmerecht

Georg Gotschev | Marie Jenny | Marc D. Nagel | Lukas Roos*

Im Jahr 2019 erliess die Übernahmekommission (UEK) in 16 Verfahren total 23 Verfügungen. Von diesen Verfahren bezogen sich sechs auf öffentliche Übernahmeangebote. Mit einem Transaktionswert von rund CHF 4,432 Mia. stellte dabei die Übernahme der Schweizer Transport- und Logistikdienstleisterin Panalpina Welttransport (Holding) AG durch ihre dänische Konkurrentin DSV A/S das gemessen am Transaktionswert bedeutendste öffentliche Übernahmeangebot des Jahres dar. Einen Transaktionswert von über einer Milliarde erreichte auch das Angebot der französischen Logistikgruppe CMA CGM S.A. an die Aktionäre der CEVA Logistics AG mit einem Volumen von rund CHF 1,529 Mia. Das Angebot der Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG an die Aktionäre der Alpiq Holding AG bewegte sich mit einem Transaktionswert von rund CHF 724 Mio. unter der Milliardengrenze. Geringere Transaktionsvolumina wiesen sodann die rest-

lichen drei öffentlichen Übernahmeangebote aus: Das Angebot der Edmond de Rothschild Holding SA an die Aktionäre der Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. hatte einen Transaktionswert von rund CHF 191 Mio. und dasjenige der BFW Holding AG an die Aktionäre der BFW Liegenschaften AG einen solchen von rund CHF 139 Mio. Das kleinste 2019 lancierte Übernahmeangebot, dasjenige der Behr Bircher Cellpack BBC AG an die Aktionäre der Groupe Baumgartner Holding AG, wies lediglich einen Transaktionswert von rund CHF 1,5 Mio. aus. Mit sechs Verfahren fiel im Jahr 2019 die Zahl der Verfahren, in denen andere übernahmerechtlich relevante Sachverhalte geprüft wurden, relativ gering aus. Im Fokus standen dabei die Verfahren in Sachen SHL Telemedicine Ltd., Schmolz+Bickenbach AG sowie LEM Holding SA. Von den insgesamt 27 Rückkaufprogrammen, die ferner 2019 durchgeführt wurden, stellte die UEK drei mittels Verfügung frei.

Inhaltsübersicht

I. Freiwillige öffentliche Kaufangebote

1. Angebot an die Aktionäre von CEVA Logistics AG
2. Angebot an die Aktionäre von Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.
3. Angebot an die Aktionäre von Groupe Baumgartner SA
4. Angebot an die Aktionäre von BFW Liegenschaften AG
5. Angebot an die Aktionäre von Alpiq Holding AG
6. Angebot an die Aktionäre von Panalpina Welttransport (Holding) AG

II. Pflichtangebote i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG – der Fall SHL Telemedicine Ltd.

1. Verfügung 672/06 vom 2. Mai 2019
2. Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019
3. Urteil B-6887/2018 der Abteilung II des BVGer vom 29. Mai 2019
4. Urteil B-6879/2018 der Abteilung II des BVGer vom 29. Mai 2019
5. Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019

6. Verfügung 672/09 vom 11. Juli 2019

7. Verfügung 672/10 vom 5. November 2019

III. Sanierungsausnahme von der Angebotspflicht im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung von Schmolz+Bickenbach AG

1. Verfügung 750/01 vom 22. November 2019
2. Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 6. Dezember 2019

IV. Weitere Verfügungen der Übernahmekommission

1. Feststellung der besonderen Befähigung von Greenhill & Co. Europe LLP als Erstellerin von Fairness Opinions
2. Gültigkeit einer selektiven *Opting out*-Bestimmung für sämtliche aktuellen und künftigen Aktionäre der LEM Holding SA
3. Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen Bossard Holding AG

V. Verfügungen betreffend Rückkaufprogramme

1. Öffentliches Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG
2. Öffentliches Rückkaufprogramm von Castle Alternative Invest AG
3. Öffentliches Rückkaufprogramm von ams AG

VI. Fazit

* Dr. iur. Georg Gotschev, Dr. iur. Marie Jenny, LL.M. (Harvard), lic. iur. HSG et lic. oec. HSG Marc D. Nagel und Dr. iur. Lukas Roos. Die Autoren sind Rechtskonsulenten bei der UEK und äussern an dieser Stelle ihre persönliche Meinung. Die UEK wird durch diesen Beitrag nicht gebunden.

I. Freiwillige öffentliche Kaufangebote

1. Angebot an die Aktionäre von CEVA Logistics AG

Am 26. November 2018 veröffentlichte die CMA CGM S.A., Marseille (**CMA CGM** oder **Anbieterin**),¹ eine Voranmeldung i.S.v. Art. 5 UEV für ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der in Baar ansässigen, an der SIX Swiss Exchange kotierten CEVA Logistics AG (**CEVA** oder **Zielgesellschaft**).

Nachdem die sechswöchige Frist zur Veröffentlichung des Angebotsprospekts im Rahmen der Verfügung 711/01 vom 20. Dezember 2018 in Sachen *CEVA Logistics AG*² um drei Wochen bis zum 28. Januar 2019 verlängert worden war,³ unterbreitete die Anbieterin der UEK im Verlaufe des Januars 2019 den Angebotsprospekt zum angekündigten Kaufangebot zwecks einer Vorprüfung im Rahmen von Art. 59 UEV.

Die Vorprüfung des Angebotsprospekts durch die UEK mündete in die Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, welche am 28. Januar 2019 parallel zum Angebotsprospekt publiziert wurde.

Erwähnenswert mit Blick auf die Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG* sind im Wesentlichen die folgenden Punkte:

- Es stellte sich die Frage, ob eine Pressemitteilung, welche die Anbieterin bereits am 25. Oktober 2018 veröffentlicht hatte, eine Voranmeldung darstellte.⁴ In der genannten Pressemitteilung

stellte die Anbieterin denjenigen Aktionären von CEVA, welche nicht an den Erfolg einer strategischen Partnerschaft zwischen Anbieterin und Zielgesellschaft glaubten, ein Barangebot von CHF 30 in Aussicht.⁵ Die Pressemitteilung enthielt bzw. nannte nebst einem *Disclaimer*,⁶ die Anbieterin, die Zielgesellschaft, den Gegenstand und den Preis des Angebots und somit wohl die wesentlichsten Elemente einer Voranmeldung. Die UEK stellte im Rahmen der Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG* fest, dass ein *Disclaimer* die zur Debatte stehende Frage nicht entschärfe, dass diese aber im vorliegenden Fall ohnehin offen gelassen werden könne, da das vorgelegte Angebot im Wesentlichen⁷ den Konditionen der Pressemitteilung entspreche und die Mindestpreisvorschriften und die *Best Price Rule* auch eingehalten seien, wenn man für die Voranmeldung auf das Datum der Pressemitteilung abstellen würde. Abschliessend wurde darauf hingewiesen, dass die UEK sich vorbehält, ihre Praxis in Zukunft zu verschärfen und derartige Pressemitteilungen, welche ein Angebot ankündigen und einen Angebotspreis nennen, künftig als Voranmeldung zu qualifizieren.

- Mit Blick auf das Handeln in gemeinsamer Absprache stellte sich die Frage, wie mit dem französischen Unternehmen Bpifrance Participa-

¹ Als Hauptaktionärin hielt CMA CGM zum Zeitpunkt der Voranmeldung ihres Kaufangebots bereits rund 33% der Stimmrechte an CEVA. Weitere rund 18% der Stimmrechte und damit insgesamt rund 51% der Stimmrechte an CEVA hatte sich CMA CGM über Finanzinstrumente (*Forwards und Total Return Swaps*) gesichert.

² Vgl. dazu u.a. Georg Gotschev/Marie Jenny, Die Praxis des Jahres 2018 im Übernahmerecht, SZW 4/2019, S. 410 ff., S. 414 f.

³ Fristverlängerung i.S.v. Art. 8 Abs. 1 UEV: «Der Anbieter muss innerhalb von sechs Wochen nach der Voranmeldung einen Angebotsprospekt veröffentlichen, der den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Die Übernahmekommission kann diese Frist verlängern, wenn dies durch überwiegende Interessen gerechtfertigt ist, namentlich wenn der Anbieter eine Bewilligung einer Behörde, insbesondere einer Wettbewerbsbehörde, einholen muss.»

⁴ Vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Rn 5 ff.

⁵ «The Agreement signed between CMA CGM and CEVA also entails: [...] A voluntary public tender offer from CMA CGM, for a value of 30 CHF per share in cash, for the CEVA Logistics shareholders who wish to sell their shares despite the value creation potential from the industrial cooperation with CMA CGM, which will be pre-announced by November 30, 2018 at the latest.»

⁶ «This press release is for informational purposes only and does not constitute a pre-announcement pursuant to the Swiss takeover rules or any other applicable takeover rules nor an offer to purchase or the solicitation of an offer to sell any securities of CEVA. The solicitation and offer to buy CEVA securities will only be made pursuant to an offer to purchase and related materials. Investors and security holders are urged to read the offer to purchase and related materials carefully when they become available.»

⁷ Die Voranmeldung bzw. der Angebotsprospekt enthielten auch noch Bedingungen, währenddem die Pressemitteilung bedingungslos war. In dieser Hinsicht entschied die UEK, dass die Angebotsempfänger nach Treu und Glauben nicht davon ausgehen könnten, dass das Angebot bedingungslos sein würde.

tions⁸ umzugehen sei, welches an der Anbieterin CMA CGM eine sog. *Governance-Vorzugsaktie* hält, die das Unternehmen berechtigt, ein mit einem Vetorecht für gewisse strategische Entscheidungen (z.B. Investmententscheide) ausgestattetes Mitglied des 11-köpfigen Verwaltungsrats von CMA CGM zu ernennen. Die UEK entschied, dass damit keine Mitbeherrschung von CMA CGM durch Bpifrance Participations verbunden sei, weshalb kein *acting in concert* vorliege.⁹

- Gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 2¹⁰ gilt ein Beteiligungspapier als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in *mind. 10 von 12* der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0,04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (*Free Float*) war. Die Aktien von CEVA waren erst seit dem 4. Mai 2018 an der SIX Swiss Exchange kotiert und wurden damit zum Zeitpunkt, als die Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG* erging, erst seit insgesamt sieben vollständigen Monaten an der Börse gehandelt. Die UEK stellte fest, dass die CEVA-Aktien als liquide zu betrachten seien, da der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens seit dem *IPO* bislang in jedem Monat deutlich mehr als 0,04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers betrug.¹¹
- Der Verwaltungsrat von CEVA empfahl das Angebot von CMA CGM unter Berücksichtigung eines bei der IFBC AG in Auftrag gegebenen Gutachtens nicht zur Annahme. Da das Gutachten von IFBC AG keine detaillierten Angaben zu den Bewertungsgrundlagen enthielt,¹² stellte die

UEK fest, dass es sich bei dem Gutachten nicht um eine *Fairness Opinion* i.S.v. Art. 30 Abs. 5 UEV handelte. Das Gutachten wurde deswegen als *Expert Opinion* bezeichnet und nicht weiter von der UEK überprüft.¹³

- Der Verkauf des Frachtmanagement-Geschäfts von CMA CGM an CEVA stellte keine unzulässige Abwehrmassnahme dar, da es sich um keine Massnahme handelte, welche den Aktiven- oder Passivenbestand in bedeutender Weise veränderte (d.h. es lag keine Überschreitung der Schwelle von 10% der Bilanzsumme bzw. der Ertragskraft gemäss Art. 36 Abs. 2 UEV vor). Zudem wurde der Verkauf auch vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots beschlossen (Art. 132 Abs. 2 FinfraG).¹⁴

2. Angebot an die Aktionäre von Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

Am 13. März 2019 veröffentlichte die Edmond de Rothschild Holding SA (**EdR Holding**) die Voranmeldung i.S.v. Art. 5 UEV für ein öffentliches Kaufangebot für auf alle sich im Publikum befindenden, an der SIX Swiss Exchange kotierten Inhaberaktien der Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., Genf (**EdR Suisse** oder **Zielgesellschaft**). Am 3. April 2019 reichte die EdR Holding bei der UEK ein Gesuch um Vorprüfung des angekündigten Kaufangebots im Rahmen von Art. 59 UEV ein. Mit Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, welche am 23. April 2019 parallel zum Angebotsprospekt publiziert wurde, hielt die UEK fest, dass das Kaufangebot den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entsprach.

Das Angebot war Teil einer von EdR Holding eingeleiteten Reorganisationsmassnahme zwecks Vereinfachung der Struktur der EdR Gruppe. Zum einen war eine Kapitalherabsetzung der EdR Suisse durch Vernichtung von Aktien der EdR Suisse vorgesehen. Zum andern war geplant, eine Kapitalerhöhung der EdR Suisse mit Bezugsrechtsentzug gegen Einlage von Aktien der Bank Edmond de Rothschild (France), die von einer anderen Tochtergesellschaft von EdR Holding gehalten wurden, durchzuführen. Parallel

⁸ Einem 6%-Aktionär von CMA CGM.

⁹ Vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Rn 13.

¹⁰ UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (Stand am 1. Januar 2016).

¹¹ Vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Rn 22 ff.

¹² Das Gutachten stützte sich lediglich auf bereits öffentlich bekannte Informationen und legte keine Details zur erwarteten finanziellen Entwicklung offen. Die dem Gutachten zugrunde gelegten Geschäftspläne wurden nur rudimentär und nicht in detaillierter Form auf einer «Jahr-für-Jahr»-Basis offengelegt.

¹³ Vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Rn 51 ff.

¹⁴ Vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Rn 55 ff.

zu diesen Transaktionen beabsichtigte die EdR Holding mittels des Angebots, die Aktien der EdR Suisse zu dekotieren (*Going Private*).¹⁵

Mit Blick auf die Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.* sind im Wesentlichen die folgenden Ausführungen erwähnenswert:

- Die Voranmeldung wurde am 13. März 2019 auf der für das öffentliche Kaufangebot bestimmten Webseite der EdR Holding aufgrund eines technischen Problems weniger als 90 Minuten vor Handelsbeginn aufgeschaltet (vgl. Art. 7 Abs. 1 lit. a und Abs. 2 UEV). Die UEK hielt in Anbetracht des wahrscheinlichen Ausbleibens von Folgeschäden für die Empfänger des Angebots fest, dass die Voranmeldung ab dem 13. März 2019 wirksam war (vgl. Art. 8 Abs. 3 UEV).¹⁶
- Da EdR Holding zum Zeitpunkt der Publikation der Voranmeldung bereits 87,87% der Stimmrechte an EdR Suisse hielt, kamen die Bestimmungen über den Mindestpreis (vgl. Art. 135 Abs. 2 FinfraG) nicht zur Anwendung (Art. 9 Abs. 6 UEV *e contrario*);¹⁷ zudem enthielten die Statuten der EdR Suisse eine *Opting out*-Bestimmung, die am 28. April 1997 nach der Kotierung der Inhaberaktien von EdR Suisse eingeführt worden war. Seit dem 1. Februar 1997 hat die EdR Holding weder die Schwelle von 33⅓% noch diejenige von 50% überschritten.¹⁸
- Als Angebotspreis bot EdR Holding CHF 17945 pro Inhaberaktie der EdR Suisse (vor Abzug einer von der Generalversammlung zu beschliessenden Dividende). Der Verwaltungsrat der EdR Holding, der sich in einem Interessenkonflikt befand,¹⁹ empfahl das Angebot gestützt auf eine *Fairness Opinion* von Alantra AG zur Annahme, was von der UEK gemäss ständiger Praxis als zulässig erachtet wurde.²⁰ Alantra AG er-

mittelte in ihrer *Fairness Opinion* eine Preisbandbreite von CHF 16457 bis CHF 17947 pro Inhaberaktie der EdR Suisse und beurteilte den Angebotspreis von CHF 17945 pro Inhaberaktie aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

- Ferner war zu prüfen, ob der im Rahmen der *Fairness Opinion* von Alantra AG vorgenommene Illiquiditätsabschlag in der Höhe von 15% berücksichtigt werden konnte. Gemäss Praxis der UEK ist die übernahmerechtliche Zulässigkeit eines Illiquiditätsabschlags bei der Bewertung von illiquiden Titeln im Kontext der Mindestpreisregel umstritten.²¹ Es wurde untersucht, ob diese Praxis auch für *Fairness Opinions* massgebend war. Im vorliegenden Fall hielt die UEK diesbezüglich fest, dass der angewandte Illiquiditätsabschlag aus finanzieller Sicht angesichts der von der EdR Holding und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen gehaltenen Mehrheitsbeteiligung gerechtfertigt sei. Zudem berücksichtigte die UEK den illiquiden Charakter der Inhaberaktien der EdR Suisse.²²
- Unter Berücksichtigung der eigenen von der EdR Suisse gehaltenen Aktien belief sich die Beteiligung der EdR Holding im Zeitpunkt der Voranmeldung insgesamt auf 97,74% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft. Mithin bestand für die Aktionäre der Zielgesellschaft *de facto* keine Möglichkeit, eine Einsprache gegen die vorliegende Verfügung zu erheben²³ und vor der UEK die Angemessenheit des Angebotspreises zu beanstanden.²⁴ Dies war von besonderer Be-

¹⁵ Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Sachverhalt lit. E.

¹⁶ Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 2 f.

¹⁷ Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 7 f.

¹⁸ Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Sachverhalt lit. A und Rn 7.

¹⁹ Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 30.

²⁰ Vgl. Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 32 m.w.H.

²¹ Die Frage der Zulässigkeit eines Illiquiditätsabschlags im Zusammenhang mit der Bewertung von illiquiden Titeln im Kontext der Mindestpreisregel wurde mit Verfügung 670/01 vom 28. August 2017 in Sachen *ImmoMentum AG*, Rn 93 f. offengelassen. Vgl. dazu *Marie Jenny*, La protection de l'offrant dans les offres publiques d'acquisition – La sécurité juridique à l'épreuve de la pratique, Publications du Centre de droit bancaire et financier, Genf/Zürich 2018, S. 272.

²² Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 34 f.

²³ Ein Aktionär der Zielgesellschaft kann unter bestimmten Bedingungen bei der UEK eine Einsprache einreichen, sofern er u.a. eine Beteiligung von mindestens 3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, nachweist (qualifizierter Aktionär; vgl. Art. 139 Abs. 3 FinfraG und Art. 58 UEV i.V.m. Art. 56 UEV).

²⁴ Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 8.

deutung, da die Aktionäre im Kraftloserklärungsverfahren grundsätzlich keine Möglichkeit haben, die Angemessenheit des Angebotspreises überprüfen zu lassen (vgl. Art. 137 Abs. 2 FinfraG).²⁵

- Abschliessend sei erwähnt, dass im vorliegenden Fall auf die Einhaltung der Karenzfrist (vgl. Art. 14 Abs. 1 und 2 UEV)²⁶ nicht verzichtet wurde, obwohl es im Hinblick auf die von EdR Holding und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen gehaltene Mehrheitsbeteiligung keinen qualifizierten Aktionär gab.

3. Angebot an die Aktionäre von Groupe Baumgartner SA

Nachdem die Behr Bircher Cellpack BBC AG, Villmergen (**Anbieterin**), am 29. Juli 2019 das öffentliche Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der in Crissier ansässigen, an der SIX Swiss Exchange kotierten Groupe Baumgartner Holding SA (**Groupe Baumgartner** oder **Zielgesellschaft**) i.S.v. Art. 5 UEV vorangemeldet hatte, unterbreitete sie der UEK den Angebotsprospekt zum angekündigten Kaufangebot zum Zwecke einer Vorprüfung im Rahmen von Art. 59 UEV.

Aus der Vorprüfung der UEK resultierte die Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, welche am 9. September 2019 parallel zum Angebotsprospekt publiziert wurde.

Bei dem öffentlichen Kaufangebot auf die Groupe Baumgartner handelte es sich um ein Übernahmeangebot der Muttergesellschaft²⁷ auf ihre durch sie bereits mehrheitlich beherrschte Tochtergesellschaft²⁸

mit dem Ziel, letztere (i) nach Vollzug des Übernahmeangebots vollständig zu beherrschen und (ii) dekotieren zu können (*Going Private*).²⁹

Erwähnenswert mit Blick auf die Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA* sind im Wesentlichen die folgenden Punkte:

- Die Mindestpreisregeln (vgl. Art. 135 Abs. 2 FinfraG) gelangten beim vorliegenden Übernahmeangebot nicht zur Anwendung, da (i) das Übernahmeangebot zu keinem Kontrollwechsel führte³⁰ und (ii) die Statuten der Zielgesellschaft eine *Opting out*-Klausel beinhalteten.³¹ Mangels Anwendbarkeit der Mindestpreisregeln konnte auch eine Unternehmensbewertung durch eine Prüfstelle i.S.v. Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA unterbleiben, obschon die Namenaktien der Zielgesellschaft illiquide waren.
- Sämtliche Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft wurden auf Antrag und mit den Stimmen des beherrschenden Aktionärs gewählt und unterlagen entsprechend einem Interessenkonflikt, weshalb bei der BDO AG, Zürich, eine *Fairness Opinion* eingeholt und das Angebot darauf basierend sodann zur Annahme empfohlen wurde.³²
- Im Rahmen der *Fairness Opinion* von BDO AG wurde ein sog. Illiquiditätsabschlag in der Höhe von 15% vorgenommen. Die UEK akzeptierte diesen, da die von der Praxis vorausgesetzten

kapitals) von der Anbieterin, Behr Bircher Cellpack BBC AG, bzw. indirekt von Prof. Dr. Giorgio Behr, beherrscht.

²⁹ Mit Blick auf das *Going Private* finden sich im Angebotsprospekt u.a. die folgenden Aussagen: «Das Angebot ist Teil der Massnahmen von [Behr Bircher Cellpack BBC AG] zur Vereinfachung der Struktur von [Groupe Baumgartner Holding SA]. Aufgrund des geringen Streubesitzes (Free Float) bei den Baumgartner-Namenaktien sind diese Titel illiquid. Die Anforderungen und Kosten im Zusammenhang mit der Kotierung erscheinen unverhältnismässig. Das Angebot zielt deshalb darauf ab, die Baumgartner-Namenaktien von der SIX zu dekotieren und die Beteiligung von [Behr Bircher Cellpack BBC AG] an [Groupe Baumgartner Holding SA] auf 100% zu erhöhen (Going Private).»

³⁰ Die Zielgesellschaft wurde bereits seit 2008 mehrheitlich durch die Muttergesellschaft beherrscht, vgl. dazu u.a. Fn. 28 oben.

³¹ Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Rn 14–16.

³² Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Rn 37.

²⁵ Vgl. Jenny (Fn. 22), S. 494 ff.

²⁶ Als Beispiel für einen Fall, in dem auf die Einhaltung einer Karenzfrist verzichtet wurde, vgl. Verfügung 638/03 vom 18. Oktober 2016 in Sachen *Charles Vögele Holding AG*, Rn 46.

²⁷ Die Anbieterin, der Mischkonzern Behr Bircher Cellpack BBC AG, steht unter der Kontrolle von Prof. Dr. Giorgio Behr.

²⁸ Die Zielgesellschaft, Groupe Baumgartner, eine reine Holding- bzw. Finanzgesellschaft ohne operative Geschäftstätigkeit oder direkt Angestellte, deren Einkommen einzig aus Zinszahlungen für u.a. gegenüber der Muttergesellschaft gewährten Darlehen besteht, wurde bereits seit dem Jahr 2008 mehrheitlich (per dato der vorliegenden Verfügung mit rund 96% der Stimmrechte und des Aktien-

Bedingungen (d.h. massgebliche Beteiligung der Anbieterin und geringe Liquidität der Namenaktien der Zielgesellschaft) erfüllt waren.³³

4. Angebot an die Aktionäre von BFW Liegenschaften AG

Am 26. November 2019 reichte die BFW Holding AG, Frauenfeld (**Anbieterin**), bei der UEK formell ein Gesuch um Vorprüfung des Angebotsprospekts zum öffentlichen Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Kategorie A der schweizerischen, an der SIX Swiss Exchange kotierten Immobiliengesellschaft BFW Liegenschaften AG, Frauenfeld (**BFW** oder **Zielgesellschaft**), i.S.v. Art. 59 Abs. 1 UEV ein. Das Gesuch der Anbieterin mündete in die Verfügung 752/01 vom 28. November 2019 in Sachen *BFW Liegenschaften AG*, welche am 29. November 2019 parallel zum Angebotsprospekt publiziert wurde.

Der Fall BFW erinnerte stark an die bereits zuvor ebenfalls im Jahr 2019 abgewickelten Transaktionen in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*³⁴ bzw. in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*,³⁵ ging es doch auch hier wieder um ein Übernahmeangebot einer Muttergesellschaft³⁶ auf eine durch diese bereits mehrheitlich beherrschte Tochtergesellschaft³⁷ mit dem Ziel, letztere (i) nach Vollzug des Übernahmeangebots vollständig zu beherrschen und (ii) dekotieren zu können (*Going Private*).³⁸

³³ Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Rn 43.

³⁴ Vgl. Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*; vgl. I., 2.

³⁵ Vgl. Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*; vgl. I., 3.

³⁶ Die Anbieterin, BFW Holding AG, steht im vollständigen Eigentum von Beat Frischknecht.

³⁷ Die Zielgesellschaft, BFW, wurde bereits seit deren Kotierung im Jahr 2005 mehrheitlich (per dato der vorliegenden Verfügung mit rund 68% der Stimmrechte und rund 25% des Aktienkapitals) von der Anbieterin, BFW Holding AG, bzw. indirekt von Beat Frischknecht beherrscht.

³⁸ Mit Blick auf das *Going Private* finden sich im Angebotsprospekt u.a. die folgenden Aussagen: «Aufgrund fehlender attraktiver Investitionsmöglichkeiten lässt das derzeitige Marktumfeld nach Einschätzung von Herrn Beat Frischknecht in absehbarer Zeit keine Wachstumsstrategie und substantielle Erhöhung des Liegenschaftsportfolios der BFW zu.» und «Vor dem Hintergrund eines reduzierten Immobilienportfolios von aktuell rund CHF 330 Mio., einer derzeitigen Marktkapitalisierung von rund CHF 150 Mio. sowie einer sehr ge-

Spezieller Erwähnung mit Blick auf die Verfügung 752/01 vom 28. November 2019 in Sachen *BFW Liegenschaften AG* bedürfen u.E. lediglich die folgenden Punkte:

- Beim öffentlichen Kaufangebot auf BFW handelte es sich um ein rein freiwilliges Angebot, bei welchem die Mindestpreisregeln (vgl. Art. 135 Abs. 2 FinfraG) mangels eines Kontrollwechsels nicht zur Anwendung gelangten.³⁹ Aus diesem Grund konnte auch eine Unternehmensbewertung durch eine Prüfstelle i.S.v. Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA unterbleiben, obschon die Namenaktien der Kategorie A der Zielgesellschaft illiquide waren.
- Nach Ablauf der Angebotsfrist verzichtete die Anbieterin im Rahmen der Publikation des definitiven Zwischenergebnisses am 24. Januar 2020 auf die Mindestandienungsquoten-Bedingung von 90% der Stimmrechte, da sie nur auf einen Anteil von 75,52% der Stimmrechte und von 43,00% des Aktienkapitals gekommen war.
- Die UEK akzeptierte einen im Rahmen der *Fairness Opinion* von IFBC AG zum öffentlichen Kaufangebot auf BFW vorgenommenen Illiquiditätsabschlag in der Höhe von 5,7%, da die hierfür von der Praxis vorausgesetzten Bedingungen (d.h. massgebliche Beteiligung der Anbieterin⁴⁰ sowie geringe Liquidität der Namenaktien der Kategorie A der Zielgesellschaft) erfüllt waren.⁴¹

5. Angebot an die Aktionäre von Alpiq Holding AG

Nachdem die Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG, Zug (**SKBAG** oder **Anbieterin**), deren Aktien alleamt von der Credit Suisse Anlagestiftung, Zürich (einer von der Credit Suisse [Schweiz] AG errichteten Einrichtung der beruflichen Vorsorge⁴²) gehalten

ringen Handelsliquidität der Namenaktien Kategorie A an der Börse rechtfertigen sich der Aufwand und die Kosten für die Aufrechterhaltung der Kotierung der Namenaktien Kategorie A nicht mehr bzw. erscheinen unverhältnismässig.»

³⁹ Verfügung 752/01 vom 28. November 2019 in Sachen *BFW Liegenschaften AG*, Rn 9–11.

⁴⁰ Bzw. von Beat Frischknecht.

⁴¹ Verfügung 752/01 vom 28. November 2019 in Sachen *BFW Liegenschaften AG*, Rn 37.

⁴² Die erwähnten Gesellschaften sind letztlich alle der Schweizer Grossbank Credit Suisse Group AG zuzuordnen, deren Aktien an der SIX Swiss Exchange kotiert sind.

wurden,^{43/44} am 29. Mai 2019 das öffentliche Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der in Lausanne ansässigen, an der SIX Swiss Exchange kotierten Alpiq Holding AG (**Alpiq** oder **Zielgesellschaft**) i.S.v. Art. 5 UEV vorangemeldet hatte, unterbreitete sie der UEK den Angebotsprospekt zum angekündigten Kaufangebot zum Zwecke einer Vorprüfung im Rahmen von Art. 59 UEV.

Aus der Vorprüfung der UEK resultierte die Verfügung 730/02 vom 9. Juli 2019 in Sachen *Alpiq Holding SA*, welche am 10. Juli 2019 parallel zum Angebotsprospekt publiziert wurde.

Mit Blick auf die Verfügung 730/02 vom 9. Juli 2019 in Sachen *Alpiq Holding SA* stehen zwei Themen heraus:

- Einerseits kam die UEK zum Schluss, dass nicht nur die SKBAG Anbieterqualität⁴⁵ habe, sondern auch zwei andere Aktionärsgruppen (namentlich die EOS Holding AG und die Mitglieder des Konsortiums Schweizer Minderheiten [die sog. KSM-Mitglieder]), da sie nach Ansicht der UEK alle gemeinsam die Beherrschung der Zielgesellschaft anstrebten.⁴⁶
- Andererseits stellte die UEK antragsgemäss fest, dass weder die Credit Suisse Group AG noch die Credit Suisse (Schweiz) AG und deren jeweilige Tochtergesellschaften in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin im Hinblick auf deren öffentliches Übernahmeangebot handelten, da nach Ansicht der UEK (i) keine Beherrschung der Credit Suisse Anlagestiftung bzw. der Anbieterin durch die Credit Suisse Group AG oder die Credit Suisse [Schweiz] AG vorlag und (ii) die Credit Suisse Group AG bzw. die Credit Suisse (Schweiz) AG ihr Verhalten auch nicht i.S.v. Art. 11 UEV mit der Anbieterin im Hinblick auf

die Unterbreitung des Übernahmeangebots koordiniert hatten.⁴⁷

Interessanter als die hiervoor zusammengefasste Verfügung zum Übernahmeangebot der SKBAG ist die Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*, welche parallel zur Voranmeldung der Anbieterin am 29. Mai 2019 veröffentlicht worden war.

Die Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG* ist auf ein Feststellungsgesuch der (späteren) Anbieterin zurückzuführen, das letztere am 17. Mai 2019 bei der UEK eingereicht hatte. Die Anbieterin wollte mit ihrem Gesuch Klarheit bezüglich der Frage schaffen, ob verschiedene in zahlreichen Vereinbarungen geregelte *Transaktionschritte* (so u.a. auch das oben erwähnte öffentliche Übernahmeangebot an die Aktionäre der Alpiq), welche der Herbeiführung einer neuen Aktionärsstruktur an der Alpiq, sog. *Neuorganisation des Aktionariats*, dienen sollten, die *Best Price Rule* verletzen oder nicht.

- *Neuorganisation des Aktionariats*⁴⁸

Vor Durchführung der einzelnen *Transaktionschritte* hielten acht Unternehmen⁴⁹ insgesamt knapp 88% des Stimmrechts- bzw. Aktienkapitals von Alpiq (**ursprüngliche Alpiq-Aktionäre**). Rund 12% der Aktien von Alpiq lagen als Streubesitz beim Publikum.

Nach Durchführung der einzelnen *Transaktionschritte* (inklusive des erwähnten öffentlichen Übernahmeangebots) bzw. nach Abschluss der beabsichtigten Neuorganisation des Aktionariats

⁴³ Namens und auf Rechnung der Anlagegruppe CSA Energie-Infrastruktur Schweiz, vgl. dazu die Verfügung 730/02 vom 9. Juli 2019 in Sachen *Alpiq Holding SA*, Sachverhalt lit. B.

⁴⁴ Die SKBAG ist letztlich eine 100%-ige Tochtergesellschaft der Credit Suisse Anlagestiftung.

⁴⁵ Anbieterqualität hat, wer die Beherrschung der Zielgesellschaft anstrebt, vgl. dazu auch die Verfügung 638/01 vom 9. September 2016 in Sachen *Charles Vögele Holding AG*, Rn 26 ff.

⁴⁶ Vgl. Verfügung 730/02 vom 9. Juli 2019 in Sachen *Alpiq Holding SA*, Rn 7 ff.

⁴⁷ Vgl. Verfügung 730/02 vom 9. Juli 2019 in Sachen *Alpiq Holding SA*, Rn 10 ff.

⁴⁸ Vgl. die Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*, Sachverhalt lit. F.

⁴⁹ EOS Holding SA mit 31,44%; EDF Alpes Investissements Sàrl mit 25,04%; Aziende Industriali di Lugano (AIL) SA mit 2,13%; EBL (Genossenschaft Elektra Baselland) mit 7,13%; EBM (Genossenschaft Elektra Birseck) mit 13,65%; Eniwa Holding AG mit 2,00%; Kanton Solothurn mit 5,61%; WWZ AG mit 0,91%; die sechs hiervor genannten kleineren Schweizer Elektrizitätsunternehmen Aziende Industriali di Lugano (AIL) SA, EBL (Genossenschaft Elektra Baselland), EBM (Genossenschaft Elektra Birseck), Eniwa Holding AG, Kanton Solothurn und WWZ AG sind Mitglieder des Konsortiums Schweizer Minderheiten (sog. KSM-Mitglieder).

sollte das Aktionariat der Alpiq nur noch aus den drei nachfolgend genannten Aktionärsgruppen bestehen, welche je 33⅓% an der später zu dekotierenden Alpiq halten sollten:⁵⁰ (i) Aktionärsgruppe 1 = die Anbieterin SKBAG, welche den Anteil des einzigen ausscheidenden ursprünglichen Alpiq-Aktionärs, d.h. der EDF Alpes Investissements Sàrl, übernehmen sollte; (ii) Aktionärsgruppe 2 = die EOS Holding AG; Aktionärsgruppe 3 = eine Gruppe kleinerer Schweizer Elektrizitätsunternehmen (d.h. die Mitglieder des Konsortiums Schweizer Minderheiten, sog. KSM-Mitglieder).

– *Transaktionsschritte*⁵¹

Zur Herbeiführung der beschriebenen *Neuorganisation* des Aktionariats waren die folgenden *Transaktionsschritte* vorgesehen:

- Aktienkaufvertrag und Pflichtwandelarlehnen (EDF Alpes Investissements Sàrl sollte ihre Aktien an Alpiq an zwei der ursprünglichen Alpiq-Aktionäre verkaufen, d.h. an die EOS Holding AG und die EBM [Genossenschaft Elektra Birseck]; dieser Verkauf sollte durch ein von der Anbieterin SGBAG gewährtes Pflichtwandelarlehnen finanziert werden);
- Voranmeldung und öffentliches Übernahmeangebot der SKBAG (nach Vollzug des Aktienkaufvertrags);
- Dekotierung der Aktien von Alpiq;
- Rückzahlung des Pflichtwandelarlehens (durch Übergabe der erworbenen Alpiq-Aktien an die Anbieterin);
- *Squeeze out*-Transaktion (Auskauf der verbleibenden Minderheitsaktionäre via *Squeeze out*-Fusion [Art. 8 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 5

FusG]⁵² oder per gerichtlichem Kraftloserklärungsverfahren [Art. 137 FinfraG]⁵³);

- Wandlung vorbestehender Hybrid-Darlehen (im Rahmen einer Kapitalerhöhung);
- Ausgleichstransaktionen zwecks Herstellung der Drittelsstruktur unter den drei Aktionärsgruppen;
- Abschluss von langfristigen Strombezugsverträgen.

Die erwähnten *Transaktionsschritte* mussten im Rahmen der Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG* von der UEK daraufhin untersucht werden, ob sie (i) im Anwendungsbereich der *Best Price Rule*⁵⁴ lagen und, falls ja, ob sie (ii) eine Verletzung der *Best Price Rule* bewirkten.^{55/56}

Auch gestützt auf ein Gutachten betreffend allfällige Nebenleistungen von IFBC AG kam die UEK zum Schluss, dass die zur Herbeiführung der *Neuorganisation des Aktionariats* vorgesehenen *Transaktionsschritte* die *Best Price Rule* bei dem im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots auf Alpiq offerierten Angebotspreis nicht verletzen.

⁵² Art. 18 Abs. 5 FusG: «Sieht der Fusionsvertrag nur eine Abfindung vor, so bedarf der Fusionsbeschluss der Zustimmung von mindestens 90 Prozent der stimmberechtigten Gesellschafterinnen und Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft.»

⁵³ Art. 137 FinfraG: «Verfügt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er binnen einer Frist von drei Monaten vom Gericht verlangen, die restlichen Beteiligungspapiere für kraftlos zu erklären.»

⁵⁴ Vgl. die Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*, Rn 17 ff. Persönlicher Anwendungsbereich = Erwerbsgeschäfte des Anbieters (oder der Anbietergruppe) bzw. der mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnden Personen; zeitlicher Anwendungsbereich = die *Best Price Rule* gilt vorbehaltlich von allfälligen Umgehungen vom Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist; sachlicher Anwendungsbereich = die *Best Price Rule* ist auf jeden (in-)direkten Erwerb von Beteiligungspapieren etc. der Zielgesellschaft anwendbar.

⁵⁵ *Transaktionsschritten*, welche der Vorerwerbs-Phase zugeordnet werden konnten, musste dabei keine Beachtung geschenkt werden, da die Mindestpreisvorschriften im Fall *Alpiq* nicht zur Anwendung gelangten, weil die Gesellschaft über eine gültige *Opting out*-Klausel verfügte (eingeführt während der 2-jährigen Übergangsfrist 1998–1999).

⁵⁶ Vgl. die Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*, Rn 26 ff.

⁵⁰ Publikumsaktionäre sollte es entsprechend keine mehr geben.

⁵¹ Vgl. die Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*, Sachverhalt lit. F.

Im Rahmen der Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG* wurde auf Antrag der Zielgesellschaft auch noch festgestellt, dass der während des laufenden öffentlichen Übernahmeangebots der SKBAG vollzogene Verkauf zweier tschechischer Atomkraftwerke durch Alpiq keine gesetzeswidrige Abwehrmassnahme darstellte.⁵⁷

6. Angebot an die Aktionäre von Panalpina Welttransport (Holding) AG

Am 1. April 2019 veröffentlichte die DSV A/S, Hedehusene, Dänemark (**DSV** oder **Anbieterin**), eine Voranmeldung i.S.v. Art. 5 UEV für ein öffentliches Tauschangebot⁵⁸ für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der in Basel ansässigen, an der SIX Swiss Exchange kotierten Panalpina Welttransport (Holding) AG (**Panalpina** oder **Zielgesellschaft**).

Mit Eingabe vom 8. Mai 2019 unterbreitete die Anbieterin der UEK den Angebotsprospekt zum angekündigten Kaufangebot zum Zwecke einer Vorprüfung im Rahmen von Art. 59 UEV. Die Vorprüfung des Angebotsprospekts durch die UEK führte zur Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, welche am 13. Mai 2019 parallel zum Angebotsprospekt publiziert wurde.

Erwähnenswert mit Blick auf die Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG* sind im Wesentlichen die folgenden Aspekte:

- Während U.S.-Aktionäre der Zielgesellschaft, welche den Status als sog. *Qualified Institutional Investors (QIBs)* i.S.v. *Rule 144A* der *U.S. Securities Act* besaßen, das Tauschangebot von DSV ohne Weiteres annehmen konnten, wurde in Berücksichtigung aller übrigen U.S.-Aktionäre ein sog. *Vendor Placement* durchgeführt: Dabei wur-

den die von DSV ausgegebenen neuen Tauschtitel nicht den U.S.-Aktionären von Panalpina geliefert, sondern einer mandatierten Bank, welche diese Tauschtitel nach Vollzug des Tauschangebots in einem zentralisierten Verkaufsverfahren ausserhalb der USA verkauft und den daraus resultierenden Nettoerlös den entsprechenden U.S.-Aktionären von Panalpina auf einer *pro rata* Basis zugeteilt hat. Ein *Vendor Placement* ist gemäss Praxis der UEK zulässig und hat im Wesentlichen zwei Funktionen: Zum einen wird dadurch den betreffenden U.S.-Aktionären der Zielgesellschaft ermöglicht, am Tauschangebot teilzunehmen. Zum andern wird eine aufwendige, mit Haftungsrisiken verbundene U.S.-Registrierung vermieden, welche bei einer Lieferung der Tauschtitel an die betreffenden U.S.-Aktionäre der Zielgesellschaft zwingend erforderlich wäre.⁵⁹

- Vor dem Hintergrund der in Art. 49 Abs. 1 UEV enthaltenen Pflicht der Zielgesellschaft, alle Anbieter gleich zu behandeln, erklärte die UEK die im *Transaction Agreement* enthaltene, die Empfehlung des Tauschangebots betreffende Exklusivitätsvereinbarung sowohl in zeitlicher als auch in inhaltlicher Hinsicht für ungültig,⁶⁰ wonach u.a. die Empfehlung des Tauschangebots

⁵⁷ Vgl. die Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*, Rn 56 ff.: Grundsätzlich darf der Verwaltungsrat auch Beschlüsse, die noch vor Unterbreitung eines Übernahmeangebots gefasst wurden, nicht umsetzen. Im vorliegenden Fall konnte man sich aber auf die Praxis der UEK stützen, dass eine Umsetzung dennoch zulässig ist, wenn der Verwaltungsratsbeschluss zum Zeitpunkt der Voranmeldung bereits konkrete verbindliche Aussenwirkung entfaltet hat, sodass ein Abbruch zu Schadenersatz aus Vertragsverletzung oder *culpa in contrahendo* führen würde.

⁵⁸ Es handelte sich um das einzige Tauschangebot des Jahres 2019 (nebst fünf Barangeboten).

⁵⁹ Vgl. Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, Sachverhalt lit. J und Rn 5; Verfügung 469/01 vom 15. Februar 2011 in Sachen *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG*, Rn 7 ff.

⁶⁰ In der Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, Rn 51, nimmt die UEK dazu wie folgt Stellung: «In zeitlicher Hinsicht ist es unzulässig, dass dem Verwaltungsrat von Panalpina unter sagt wird, eine Neubeurteilung des Tauschangebotes vorzunehmen, falls ein Konkurrenzangebot später als nach dem fünften Handelstag vor Ablauf der Angebotsfrist des Tauschangebotes unterbreitet wird; eine Neubeurteilung darf und muss auch für den Fall erfolgen, dass ein Konkurrenzangebot zu einem späteren Zeitpunkt, also bis spätestens am letzten Börsentag der Angebotsfrist des Tauschangebotes unterbreitet wird (vgl. Art. 50 Abs. 1 UEV). In inhaltlicher Hinsicht muss die Neubeurteilung im Ermessen des Verwaltungsrates bleiben und er muss dieses Ermessen in Wahrung des Grundsatzes der Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern ausüben. Die Ausübung dieses Ermessens darf nicht eingeschränkt werden, indem eine Neubeurteilung zusätzlich an die Voraussetzung einer andernfalls drohenden Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflicht gemäss Art. 717 OR geknüpft wird.» Vgl. dazu Jenny (Fn. 22), S. 170 ff.

- nur geändert und insbesondere widerrufen werden darf, sofern ein Konkurrentenanbieter spätestens am fünften Handelstag vor Ablauf der Angebotsfrist ein höheres Angebot unterbreitet und die Unterlassung einer entsprechenden Handlung für den Verwaltungsrat von Panalpina eine Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflicht gemäss Art. 717 OR bedeuten würde.⁶¹
- Am 1. April 2019, dem Tag der Publikation der Voranmeldung, hatte die Anbieterin u.a. mit der mit einem Stimmrechtsanteil von über 45% grössten Aktionärin der Zielgesellschaft – der Ernst Göhner Stiftung – eine Andienungsvereinbarung abgeschlossen. In dieser Andienungsvereinbarung verpflichtete sich die Ernst Göhner Stiftung, sämtliche von ihr gehaltenen Aktien der Zielgesellschaft in das Tauschangebot anzudienen und ab Unterzeichnung der Andienungsvereinbarung bis zum Ablauf der Geltungsdauer der *Best Price Rule* keine weiteren Aktien der Zielgesellschaft oder sich darauf beziehende Finanzinstrumente zu erwerben. Darüber hinaus verpflichtete sich die Ernst Göhner Stiftung auch, die Tauschtitel, welche sie mit Vollzug des Tauschangebots erhalten würde, während eines Zeitraums von 24 Monaten nach Vollzug des Tauschangebots, unter Vorbehalt gewisser Ausnahmen, nicht zu veräussern.⁶² Ferner verpflichtete sich die Ernst Göhner Stiftung, dass weder sie noch ihre Tochtergesellschaften ein konkurrierendes Angebot (oder eine ähnliche Transaktion) in die Wege leiten, fördern oder unterstützen oder diesbezügliche Diskussionen oder Verhandlungen initiieren oder weiterführen und keine Informationen betreffend Panalpina oder ihre Tochtergesellschaften an Drittparteien geben und in keiner Weise mit einer Drittpartei kooperieren würden, die ein Konkurrenzangebot gemacht hat oder machen möchte.⁶³ Aufgrund der in dieser Andienungsverein-

barung enthaltenen, von der Ernst Göhner Stiftung eingegangenen zusätzlichen Verpflichtungen qualifizierte die UEK die Ernst Göhner Stiftung und alle von dieser beherrschten Gesellschaften als in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnd.⁶⁴

- Mit Blick auf die Bestimmung des Wertes der zum Tausch angebotenen Titel, welche gemäss Art. 46 FinfraV-FINMA grundsätzlich in Übereinstimmung mit Art. 42 Abs. 2–4 FinfraV-FINMA zu erfolgen hat, wies die UEK präzisierend darauf hin, dass gemäss ihrer Praxis «*bei Tauschtiteln, die in einer ausländischen Währung gehandelt werden, nicht auf einen Wechselkurs per Stichtag, sondern auf den durchschnittlichen Wechselkurs während der für den VWAP relevanten Periode (also vorliegend während der letzten 60 Börsentage vor der Voranmeldung) abgestellt werden [muss].*»⁶⁵

II. Pflichtangebote i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG – der Fall SHL Telemedicine Ltd.

1. Verfügung 672/06 vom 2. Mai 2019

Mit Verfügung 672/06 vom 2. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd. (SHL)* gewährte die UEK CR Capital Investment Management Ltd. (CRC) die Parteistellung im betreffenden Verfahren, soweit es um die Frage ging, ob CRC angebotspflichtig i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG wurde oder ob CRC mit Mengke Cai sowie mit Himalaya (Cayman Islands) TMT Fund, Himalaya Asset Management Ltd., Xiang Xu und Kun Shen (gemeinsam die **Himalaya Untergruppe**) in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 UEV handelte.⁶⁶

2. Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019

Mit Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 entschied die UEK, dass der in der Verfügung 672/01 vom 26. Januar 2018 festgelegte Preis von CHF 8.70 pro Aktie von SHL für das Pflichtangebot von der Himal-

⁶¹ Vgl. Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, Rn 48 ff.

⁶² Die Anbieterin verpflichtete sich, einen durch die Ernst Göhner Stiftung vorgeschlagenen Kandidaten für den Verwaltungsrat von DSV zu nominieren und dessen Wahl an einer nach dem Vollzug stattzufindenden ausserordentlichen Generalversammlung zu unterstützen.

⁶³ Vgl. Verfügung 726/01 vom 29. April 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, Sachverhalt lit. B.

⁶⁴ Vgl. Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, Rn 10.

⁶⁵ Vgl. Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, Rn 21 ff.

⁶⁶ Verfügung 672/06 vom 2. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 1.

aya Untergruppe und von Mengke Cai um den Betrag von CHF 1.00 pro Aktie von SHL auf CHF 7.70 pro Aktie von SHL zu reduzieren ist.⁶⁷

Hintergrund dieser Verfügung bildete die Tatsache, dass SHL am 18. März 2019 angekündigt hatte, eine Dividende von USD 1.00 pro eigene Aktie auszuschütten. Diese Dividende wurde am 16. April 2019 ausgeschüttet.⁶⁸ Bei der Prüfung dieser Angelegenheit präsentierte die UEK zunächst die Regeln, gestützt auf welche bei einem Pflichtangebot der Angebotspreis festgelegt wird.⁶⁹ Anschliessend hielt die UEK fest, dass Art. 47 FinfraV-FINMA die Möglichkeit vorsieht, aus wichtigen Gründen Ausnahmen von diesen Regeln zu gewähren.⁷⁰ Inhaltlich führte die UEK aus, dass diese Dividendenausschüttung *«ausserordentlich hoch»* sei und *«einen Verwässerungseffekt mit Blick auf SHL zur Folge»*⁷¹ hatte. Die UEK berücksichtigte diesen Verwässerungseffekt *«von Amtes wegen»* und stellte fest, dass darin ausserordentliche Umstände lagen, *«die einen wichtigen Grund i.S.v. Art. 47 FinfraV-FINMA darstellen und zu einem offensichtlich unangemessenen Angebotspreis im Sinne der Praxis zu Art. 47 FinfraV-FINMA führen würden, wenn der Preis von CHF 8.70 pro Aktie von SHL nicht um die erfolgte Dividendenausschüttung von USD 1.00 reduziert»*⁷² wurde. Als unerheblich wurde dabei beachtet, dass sich die Dividende auf das Geschäftsjahr 2018 bezog, weil der Unternehmenswert von SHL bereits in den Jahren davor (mit-)kreiert worden sei.⁷³

3. Urteil B-6887/2018 der Abteilung II des BVGer vom 29. Mai 2019

Mit einem auf den 29. Mai 2019 datierten Urteil wies das Bundesverwaltungsgericht (**BVGer**) die Beschwer-

de der Himalaya Untergruppe und das von der UEK an das BVGer überwiesene Gesuch der Himalaya Untergruppe vom 30. November 2018 ab, soweit darauf eingetreten bzw. dieses nicht als gegenstandslos abgeschrieben wurde.⁷⁴

Dieses Urteil ging erst am 14. Juni 2019 bei der UEK ein.⁷⁵ Inhaltlich stimmt es in allen wesentlichen Punkten mit dem nachfolgend besprochenen Urteil B-6879/2018 des BVGer, welches ebenfalls vom 29. Mai 2019 datiert, jedoch erst am 14. Juni 2019 bei der UEK einging, überein. Entsprechend verweisen wir auf die sogleich unter Ziff. 4 vorgenommene, kurze Zusammenfassung des Urteils B-6879/2018.

4. Urteil B-6879/2018 der Abteilung II des BVGer vom 29. Mai 2019

Mit Urteil vom 29. Mai 2019 wies das BVGer auch die Beschwerde von Mengke Cai und die von der UEK an das BVGer überwiesenen Gesuche von Mengke Cai vom 30. November 2018 und vom 5. Dezember 2018 ab, soweit darauf eingetreten wurde bzw. diese nicht als gegenstandslos abgeschrieben wurden.⁷⁶

Nach Ansicht des BVGer gründete der Streitgegenstand bezüglich der Fristverlängerung, *«nachdem die Angebotspflicht bereits rechtskräftig entschieden ist, nicht auf einer Zwischenverfügung wie für Fristverlängerungen üblich, sondern auf einem entsprechenden selbständigen Hauptentscheid und betrifft den Zeitraum bis 30. November 2018.»*⁷⁷ Soweit also Mengke Cai vom BVGer eine Fristverlängerung für die Unterbreitung des Pflichtangebots bis 31. Januar 2019 verlangte, sei ihr Begehren *«nicht Gegenstand der angefochtenen Verfügung und liegt ausserhalb des Streitgegenstands.»*⁷⁸ Damit trat das BVGer nicht auf die Beschwerde von Menge Cai ein, soweit diese *«eine über den 30. November 2018 hinausgehende Fristver-*

⁶⁷ Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 1.

⁶⁸ Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Sachverhalt lit. O.

⁶⁹ Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 10–12.

⁷⁰ Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 13.

⁷¹ Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 24.

⁷² Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 25.

⁷³ Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 26.

⁷⁴ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6887/2018, Dispositiv Ziff. 1.

⁷⁵ Vgl. Verfügung 672/09 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Sachverhalt lit. X.

⁷⁶ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, Dispositiv Ziff. 1.

⁷⁷ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 2.2, S. 18.

⁷⁸ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 2.2, S. 18.

längerung für die Unterbreitung des Pflichtangebots bis 31. Januar 2019 verlangt.»⁷⁹

Für das BVGer erschien es ferner «nachvollziehbar», dass die UEK «in den anhaltenden Schwierigkeiten bei der Finanzierung des Pflichtangebots vor dem Hintergrund der zur Erfüllung der Angebotspflicht (...) bereits gewährten rund sieben Monaten (...) keinen wichtigen Grund gesehen hat, der (...) eine dritte Erstreckung der Frist zur Unterbreitung des Pflichtangebots bis zum 30. November 2018 gerechtfertigt hätte.»⁸⁰ Für das BVGer war zudem «auch der weitere Verfahrensverlauf mitausschlaggebend, welcher unterdessen aufgezeigt hat, dass die Beschwerdeführerin und die vier anderen Angebotspflichtigen trotz anders lautender Beteuerungen bzw. weiterer Gesuche um Verlängerung der Frist zur Unterbreitung des Pflichtangebots bis Ende Januar 2019 ihre Angebotspflicht heute noch immer nicht erfüllt haben.»⁸¹ Entsprechend war die Beschwerde von Mengke Cai «in Bezug auf das Feststellungsbegehren mangels aktuellen praktischen Rechtsschutzinteresses ebenfalls als gegenstandslos geworden abzuschreiben soweit darauf überhaupt eingetreten werden»⁸² konnte.

Mit Blick auf die Stimmrechtssuspendierung i.S.v. Art. 135 Abs. 5 lit. a FinfraG hielt das BVGer fest, dass diese «in erster Linie» verhindern solle, «dass ein angebotspflichtiger Aktionär Kontrolle über die Zielgesellschaft ausüben kann, ohne den Aktionären das ihnen zustehende Pflichtangebot zu unterbreiten.»⁸³ Das BVGer sah auch Art. 135 Abs. 5 lit. a FinfraG als «hinreichend bestimmt» sowie auch als «eine ausreichende gesetzliche Grundlage für die von der Erstinstanz angeordnete Stimmrechtssuspendierung»⁸⁴ an.

Das BVGer weicht nicht «ohne Not» von der Auffassung der Vorinstanz ab und stellt im Zweifel die eigene Einschätzung nicht «an die Stelle der für die kohärente Konkretisierung und Anwendung des Gesetzes primär verantwortlichen Vorinstanz». Es quali-

fizierte die UEK und den Übernahme- und Staatshaftungsausschuss der FINMA anschliessend als «Vorinstanzen mit besonderem Sachverstand und Beurteilungsnähe»⁸⁵ im Sinne dieser Ohne-Not-Praxis.

Weiter nahm das BVGer an, «dass eine mehrmalige Verlängerung der Frist zur Unterbreitung des Pflichtangebots bzw. deren unbenützte[r] Ablauf ein Indiz für hinreichende Anhaltspunkte im Sinne von Art. 135 Abs. 5 Bst. a FinfraG abgeben kann, dass eine Person ihrer Angebotspflicht nicht nachkommt.» Das gelte «zumindest dann, wenn der Angebotspflichtige bis zum Ablauf der Frist keine Belege vorlegt, die effektiv auf massgebliche Fortschritte hinsichtlich der Unterbreitung des Pflichtangebots schliessen lassen.»⁸⁶ Zusammenfassend war für das BVGer «zu Recht vom Vorliegen hinreichender Anhaltspunkte im Sinne von Art. 135 Abs. 5 FinfraG ausgegangen worden, dass die Angebotspflichtigen ihrer Angebotspflicht nicht nachkommen.»⁸⁷

Ferner wurde vom BVGer entschieden, dass «die Schweizer Behörden vorliegend für die Suspendierung der Stimmrechte zuständig sind.»⁸⁸

Des Weiteren sah das BVGer die Stimmrechtssuspendierung als geeignet an, um «die Ausübung der Kontrolle der Beschwerdeführerin und der vier anderen Angebotspflichtigen ohne Unterbreitung eines Pflichtangebots zu verhindern.»⁸⁹ «Eine mildere Massnahme, welche die Minderheitsaktionäre vor der Ausübung der Kontrolle durch die angebotspflichtige Gruppe schützt,»⁹⁰ war gemäss BVGer ebenso wenig ersichtlich. Ausserdem erschien für das BVGer «die Stimmrechtssuspendierung angesichts der gewichtigen öffentlichen Interessen, welche für die Anordnung einer solchen Massnahme sprechen (...), zumutbar, nicht zuletzt auch unter Berücksichtigung des Zeitablaufs von rund fünfzehn Monaten seit der Feststellung der Angebotspflicht.»⁹¹ Damit war die von der UEK angeordnete Stimm-

⁷⁹ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 2.2, S. 18 f.

⁸⁰ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 5.2, S. 27.

⁸¹ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 5.2, S. 27 f.

⁸² Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 5.2, S. 28.

⁸³ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.1, S. 30.

⁸⁴ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.2.1, S. 31.

⁸⁵ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.2.2, S. 31.

⁸⁶ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.2.3, S. 32.

⁸⁷ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.2.3, S. 33.

⁸⁸ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.4.1, S. 34.

⁸⁹ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.5.3, S. 38.

⁹⁰ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.5.4, S. 38.

⁹¹ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.5.4, S. 38.

rechtssuspendierung «*verhältnismässig*».⁹² Die Beschwerde erwies sich mit Blick auf die beantragte Aufhebung der Stimmrechtssuspendierung als unbegründet und war insoweit abzuweisen.⁹³

5. Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019

Mit Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 stellte die UEK fest, dass die Himalaya Untergruppe sowie Mengke Cai ihrer Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots an die Aktionäre von SHL nachkommen würden, sofern folgende Voraussetzungen kumulativ erfüllt wären:

- a) Mengke Cai und/oder Kun Shen oder eine von diesen beiden gemeinsam oder von Mengke Cai oder von Kun Shen allein kontrollierte Gesellschaft führen einen *Cash-out Merger* nach israelischem Recht bezüglich SHL durch;
- b) Dieser *Cash-out Merger* wird keinen Bedingungen unterstellt und wird genau so strukturiert und vollzogen, wie dies in den der UEK vorliegenden Akten dargelegt wurde; sowie
- c) Die Regeln über Pflichtangebote gemäss Art. 135 FinfraG i.V.m. Art. 30 ff. FinfraV-FINMA (5. Kapitel der FinfraV-FINMA) werden eingehalten.⁹⁴

Ausserdem stellte die UEK fest, dass die Angebotspflicht der Himalaya Untergruppe sowie von Mengke Cai nicht erlischt, falls der *Cash-out Merger* nach israelischem Recht nicht zu Stande kommen sollte.⁹⁵

In diesem Fall war insbesondere zu prüfen, «*ob der Cash-out Merger nach israelischem Recht funktional ebenbürtig mit einem öffentlichen Pflichtangebot an die Aktionäre von SHL ist.*»⁹⁶

Ob der *Cash-out Merger* zu Stande kommt, ergibt sich dabei nicht aus der Annahme oder der Ablehnung eines einzelnen Aktionärs, «*sondern durch einen kollektiv gefassten Beschluss der Generalversammlung von SHL.*» Gemäss UEK konnte dies «*als Einschränkung*

der Andienungsfreiheit der Aktionäre von SHL angesehen werden.»⁹⁷ Diese Einschränkung wurde aber aus den nachfolgenden Gründen als gerechtfertigt betrachtet.

- Die UEK hatte bereits einmal entschieden, dass es mit der Erfüllung der Angebotspflicht vereinbar ist, dass die Andienungsfreiheit der Aktionäre wegfällt und an Stelle eines Pflichtangebots eine Fusion nach schweizerischem Recht durchgeführt wird.⁹⁸ Ausserdem würden in diesem Fall «*die Grundprinzipien des Übernahmerechts und im Besonderen die Regeln über die Transparenz und über den zu bezahlenden Mindestpreis mit dem geplanten Cash-out Merger eingehalten.*»⁹⁹
- Der geplante *Cash-out Merger* hätte jederzeit durchgeführt werden können, «*und zwar auch ohne, dass vorher ein öffentliches Kaufangebot an die Aktionäre von SHL unterbreitet worden wäre.*» Die Folge davon wäre gewesen, dass den Aktionären von SHL «*der Ausstieg aus dieser Gesellschaft zum Angebotspreis von CHF 7.70 mindestens bedeutend erschwert, wenn nicht sogar faktisch verunmöglicht würde.*»¹⁰⁰
- Als weiteren Grund gab die UEK an, dass die angebotspflichtige Gruppe aus Gründen des israelischen Rechts die verbleibenden Aktionäre nicht auskaufen könnte, «*wenn ein öffentliches Kaufangebot nach Schweizer Übernahmerecht an die Aktionäre von SHL unterbreitet würde, in dessen Folge die angebotspflichtige Gruppe weniger als 95% der Aktien und Stimmen von SHL inne hätte.*» Würde die Schwelle von 95% der Aktien und der Stimmen von SHL in einem öffentlichen Angebot nicht erreicht, wäre es «*faktisch unmöglich, die Mehrheit der <disinterested> Aktionäre dazu zu bewegen, einem anschliessend vorgelegten Cash-out Merger zuzustimmen.*»¹⁰¹
- Abschliessend sah es die UEK als fraglich an, «*ob die Bestimmung des schweizerischen Übernahm-*

⁹² Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.5.6, S. 42.

⁹³ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.6, S. 42.

⁹⁴ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 1 lit. a–c.

⁹⁵ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 2.

⁹⁶ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 15.

⁹⁷ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 17.

⁹⁸ Empfehlung 372/01 vom 6. Juni 2008 in Sachen *Hiestand Holding AG*.

⁹⁹ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 18.

¹⁰⁰ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 19.

¹⁰¹ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 20.

rechts betreffend die Kraftloserklärung (Art. 137 FinfraG) im vorliegenden Fall überhaupt anwendbar wäre.»¹⁰²

Nach Auffassung der UEK sprachen diese Gründe dafür, den *Cash-out Merger* nach israelischem Recht «im vorliegenden Fall als Ersatz für die Erfüllung der Angebotspflicht zuzulassen.»¹⁰³

6. Verfügung 672/09 vom 11. Juli 2019

Mit Verfügung 672/09 vom 11. Juli 2019 stellte die UEK zunächst fest, dass im Rahmen einer möglichen Erfüllung des Pflichtangebotes der Himalaya Untergruppe und von Mengke Cai an die Aktionäre von SHL mittels eines *Cash out-Merger* nach israelischem Recht gemäss den zu jener Zeit der UEK vorgelegten Akten diverse Personen nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. 33 FinfraV-FINMA mit der Himalaya Untergruppe und/oder mit Mengke Cai handeln würden. Es waren dies die Mitglieder der vollständigen Alroy & Shalev Gruppe, SHL selbst sowie CRC.¹⁰⁴

Ferner hielt die UEK fest, dass im Rahmen einer möglichen Erfüllung des Pflichtangebots der Himalaya Untergruppe und von Mengke Cai gemäss den zu jener Zeit der UEK vorgelegten Akten die Mitglieder der vollständigen Alroy & Shalev Gruppe sowie SHL nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 UEV mit der Himalaya Untergruppe und/oder mit Mengke Cai handeln würden.¹⁰⁵

Schliesslich stellte die UEK fest, dass im Rahmen einer möglichen Erfüllung des Pflichtangebots der Himalaya Untergruppe und von Mengke Cai an die Aktionäre von SHL mittels *Cash-out Merger* nach israelischem Recht gemäss den zu jener Zeit der UEK vorgelegten Akten CRC in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 UEV mit der Himalaya Untergruppe und/oder mit Mengke Cai handeln würde.¹⁰⁶

¹⁰² Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 21.

¹⁰³ Verfügung 672/08 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 22.

¹⁰⁴ Verfügung 672/09 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 1 lit. a–c.

¹⁰⁵ Verfügung 672/09 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 2 lit. a und b.

¹⁰⁶ Verfügung 672/09 vom 11. Juli 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 3.

7. Verfügung 672/10 vom 5. November 2019

Mit Verfügung 672/10 vom 5. November 2019 stellte die UEK fest, dass CRC nicht mehr an einem *Cash-out Merger* bezüglich SHL interessiert war.¹⁰⁷ Die Himalaya Untergruppe und Mengke Cai wurden verpflichtet, die UEK alle 14 Tage über die Fortschritte betreffend die Durchführung und die Finanzierung des ausstehenden Pflichtangebots zu informieren.¹⁰⁸

III. Sanierungsausnahme von der Angebotspflicht im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung von Schmolz+Bickenbach AG

1. Verfügung 750/01 vom 22. November 2019

Gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG ist zur Unterbreitung eines Angebots für alle kotierten Beteiligungspapiere einer in der Schweiz kotierten Gesellschaft verpflichtet, wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere dieser Gesellschaft erwirbt und damit zusammen mit den bereits gehaltenen Beteiligungspapieren den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte überschreitet, ob ausübbar oder nicht. Die Angebotspflicht bezweckt den Schutz der Minderheitsaktionäre vor einem für sie möglicherweise nachteiligen Kontrollwechsel, indem sie eine Ausstiegsmöglichkeit zu festgelegten Bedingungen vorschreibt. Die UEK kann in berechtigten Fällen Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren, namentlich wenn gemäss Art. 136 Abs. 1 lit. e FinfraG Beteiligungspapiere zu Sanierungszwecken erworben werden. Zweck dieser Bestimmung ist es, Sanierungen nicht durch die Angebotspflicht und den damit verbundenen finanziellen Aufwand zu erschweren oder zu gefährden.

Am 24. Oktober 2019 stellten Martin Haefner und die von ihm kontrollierte BigPoint Holding AG (**BigPoint**) bei der UEK ein Gesuch um Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht betreffend Schmolz+Bickenbach AG (**S+B**) im Hinblick auf eine mögliche Überschreitung des Grenzwerts von 33⅓% der Stimmrechte im Zusammenhang mit einer beabsichtigten Kapitalerhöhung von S+B. Am 7. No-

¹⁰⁷ Verfügung 672/10 vom 5. November 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 1.

¹⁰⁸ Verfügung 672/10 vom 5. November 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Dispositiv Ziff. 2.

vember 2019 stellte auch Liwet Holding AG (**Liwet**) ein solches Gesuch um eine Sanierungsausnahme.

Diese Kapitalerhöhung von S+B sollte einen Gesamtbetrag von mindestens CHF 325,0 Mio. und höchstens CHF 614,3 Mio. erreichen. Der Ausgabepreis der neuen Aktien der S+B (**S+B-Aktien**) sollte entweder CHF 0.15, CHF 0.20, CHF 0.25 oder CHF 0.30 pro neue S+B-Aktie betragen. In einer ersten Phase (**Bezugsangebot** oder **Phase 1**) sollten die bisherigen Aktionäre von S+B nicht handelbare und nicht übertragbare Bezugsrechte erhalten. Dabei konnte jeder Aktionär für jeden der vier möglichen Ausgabepreise, also für CHF 0.15, CHF 0.20, CHF 0.25 und CHF 0.30, angeben, wie viele neue S+B-Aktien er durch Ausübung seiner Bezugsrechte beziehen möchte. Bezugsrechte, die nicht ausgeübt würden, sollten entschädigungslos verfallen. In einer zweiten Phase (**internationales Angebot** oder **Phase 2**) sollten dann diejenigen neuen S+B-Aktien, die nicht im Bezugsangebot bezogen wurden, in einem internationalen Angebot auf dem Markt platziert werden. Martin Haefner erklärte sich bereit, über BigPoint bis zu CHF 325 Mio. einzubringen, sofern er damit über den Weg der Kapitalerhöhung einen Aktienkapitalanteil von mindestens 37,5% an S+B erwerben konnte. Weitere Bedingung war u.a. die Erteilung einer Sanierungsausnahme für die Abgabe eines Pflichtangebots durch die Übernahmekommission. Der endgültige Angebotspreis für die Phasen 1 und 2 sollte durch den Verwaltungsrat nach Abschluss des internationalen Angebots festgelegt werden.

Mit Verfügung 750/01 vom 22. November 2019 in Sachen *Schmolz+Bickenbach AG* wies die UEK die Gesuche von Martin Haefner/BigPoint sowie von Liwet um Erteilung einer Sanierungsausnahme ab.¹⁰⁹ Die UEK hielt fest, dass eine Sanierungsausnahme nur als *ultima ratio* gewährt werden könne, wenn andere Sanierungsmassnahmen – d.h. solche, die ohne einen Kontrollwechsel durchgeführt werden können – bereits (erfolglos) ergriffen worden seien oder von vornherein als aussichtslos erscheinen würden (sog. Subsidiarität der Sanierungsausnahme). Die UEK argumentierte, dass die zu beurteilende Kapitalerhöhung die Einhaltung der Subsidiarität nicht sicherstelle. Dem Verwaltungsrat komme bei der Zu-

teilung der neuen S+B-Aktien ein (zu) grosses Ermessen zu. Dieses Ermessen könne so ausgeübt werden, dass eine Zuteilung an Martin Haefner/BigPoint erfolge und diese infolgedessen die angebotspflichtige Schwelle von 33⅓% überschreiten würden, obwohl es andere interessierte Investoren gäbe, welche ebenfalls eine ausreichende Kapitalerhöhung ermöglichen würden, ohne die besagte Schwelle zu überschreiten. Damit stelle das gewählte Vorgehen nicht sicher, dass sich kein anderer Investor finden lasse, der für die Sicherung des Fortbestandes der Zielgesellschaft notwendig sei. Sodann lägen Indizien dafür vor, dass S+B nach wie vor auch für Drittinvestoren interessant sei. So sei Liwet nach eigenen Angaben bereit, die ihr zugeteilten Bezugsrechte in vollem Umfang auszuüben und damit rund CHF 100 Mio. – auch ohne Sanierungsausnahme – zu investieren. Hinzu komme, dass Martin Haefner/BigPoint im August 2019 erwogen haben, ein öffentliches Kaufangebot an die Aktionäre von S+B zu einem Preis von CHF 0.50 zu unterbreiten, wobei das Gesuch einen Tag vor der Publikation der Voranmeldung zurückgezogen worden sei. Dies zeige, dass seitens Martin Haefner/BigPoint und seitens Liwet bis vor kurzem ein konkretes Interesse bestanden habe, namhafte Beträge in die S+B zu investieren, auch ohne die Erteilung einer Sanierungsausnahme.¹¹⁰ Zudem sei möglich, dass Martin Haefner/BigPoint auf die Voraussetzung, eine Beteiligung von mindestens 37,5% zu erhalten, verzichten und sich gleichwohl – wenn auch in geringerem Umfang und ohne die Schwelle von 33⅓% zu überschreiten – an einer Kapitalerhöhung beteiligen werde, um eine Verwässerung seiner Anteile zu verhindern. Ebenso sei möglich, dass sich neue Investoren am internationalen Angebot beteiligen und in grösserem Umfang S+B-Aktien erwerben würden. In diesem Zusammenhang sei auch zu berücksichtigen, dass der Mindestbetrag von CHF 325 Mio. zu einem wesentlichen Teil dem Umstand geschuldet sei, dass unter dem «350 Mio. EUR-Bond» im Falle eines Erwerbs von Aktienanteilen über der Schwelle von 33⅓% gestützt auf eine «*Change of Control-Klausel*» jeder Bondholder berechtigt sei, den Rückkauf seines Bonds zu ei-

¹⁰⁹ Verfügung 750/01 vom 22. November 2019 in Sachen *Schmolz+Bickenbach AG*.

¹¹⁰ Dieses zusätzliche Argument wurde von der UEK mit Stellungnahme vom 27. November 2019 gegenüber der FINMA vorgebracht, vgl. Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 6. Dezember 2019, Rn 47.

nem Preis von 101% des Nominals zu verlangen (wobei die Bonds gegenwärtig bei ca. 83,03% gehandelt würden). Beim Kapitalbedarf infolge der Anwendbarkeit dieser «*Change of Control*-Klausel» handle es sich jedoch nicht um einen eigentlichen Sanierungsbedarf, sondern um die Folge eines möglichen Kontrollwechsels, welche nicht zur Rechtfertigung einer Sanierungsmassnahme herangezogen werden könne. Insgesamt erscheine es als nicht zum Vornherein ausgeschlossen, dass die S+B AG die Sanierung in ausreichendem Umfang auch ohne einen Kontrollwechsel durchführen könne. Folglich sei die Voraussetzung der Subsidiarität der Sanierungsmassnahme nicht erfüllt.¹¹¹

2. Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 6. Dezember 2019

Gegen die Verfügung 750/01 der UEK vom 22. November 2019 in Sachen *Schmolz+Bickenbach AG* erhoben S+B und Martin Haefner/BigPoint Beschwerde bei der FINMA. Mit Verfügung vom 6. Dezember 2019 kam der Übernahme- und Staatshaftungsausschuss der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zum Ergebnis, dass die Voraussetzungen für eine Sanierungsausnahme erfüllt seien, und hiess die eingegangenen Beschwerden daher teilweise gut. Martin Haefner/BigPoint wurde eine Ausnahme von der Angebotspflicht im Zusammenhang mit der Durchführung der an der ausserordentlichen Generalversammlung vom 2. Dezember 2019 beschlossenen Kapitalerhöhung der S+B AG gewährt. Diese Sanierungsausnahme wurde unter der Auflage erteilt, dass Martin Haefner/BigPoint den Aktionären der S+B ein Pflichtangebot unterbreiten müssen, wenn ihre Beteiligung am 31. Dezember 2024 immer noch über dem Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte an der S+B liegen würde. Damit solle sichergestellt werden, dass die durch die Angebotspflicht geschützten Rechte der Minderheitsaktionäre nach Wegfall des Sanierungsbedarfs angemessen berücksichtigt würden. Gleichzeitig werde Martin Haefner/BigPoint hinreichend Zeit eingeräumt, die notwendigen Sanierungsmassnahmen zu ergreifen.

Begründet wurde dieser Entscheid im Wesentlichen wie folgt:¹¹² Die (allgemeine) Annahme der Vorinstanz, es sei nicht ausgeschlossen, dass Martin Haefner/BigPoint auf die Bedingung einer Beteiligung von mindestens 37,5% verzichtet und weiter in S+B investiert, ohne die Schwelle von 33⅓% zu erreichen, lasse sich auf keine konkreten Indizien stützen. Der Verweis auf ein früheres Kaufangebot, welches unter anderen Umständen angedacht und später wieder zurückgezogen worden sei, vermöge dabei nicht zu überzeugen. Auch für die weitere (allgemeine) Annahme der Vorinstanz, dass S+B nach wie vor auch für Drittinvestoren – insbesondere Liwet – interessant sein könne, finde sich in den Akten keine hinreichende Grundlage. Denn selbst wenn Liwet tatsächlich ihre Bezugsrechte in vollem Umfang ausüben und weitere CHF 100 Mio. investieren sollte, dürfte dies kaum ausreichen, um S+B nachhaltig zu sanieren. Sodann erweise sich die Einschätzung der Vorinstanz, dass die allfällige Anwendbarkeit der «*Change of Control*-Klausel» bei der Beurteilung einer Sanierungsausnahme nicht zu berücksichtigen sei, obwohl damit gewichtige finanzielle Konsequenzen für die S+B einhergingen, als wenig stichhaltig. Natürlich könne nicht vollständig ausgeschlossen werden, dass Martin Haefner/BigPoint im Falle einer Nichtgewährung der Ausnahme letztlich dennoch bereit wären, unterhalb der Übernahmeschwelle zusätzliche Gelder einzubringen, und dass dies in einem allfälligen Zusammenspiel mit Liwet oder mit anderen Investoren für die erforderliche Summe von CHF 325 Mio. ausreichen würde. Auch wenn diese theoretischen Möglichkeiten bestünden, ändere dies nichts daran, dass die von S+B und Martin Haefner/BigPoint vorgeschlagene Vorgehensweise aus heutiger Sicht als die erfolversprechendste und realistischste Option für eine Sanierung erscheine. Mit Blick auf das zu erreichende Ziel der Sanierung könne daher dem Argument der Vorinstanz, es fehle an der erforderlichen Subsidiarität, nicht gefolgt werden. Insgesamt sei festzuhalten, dass sich die Argumentation der Vorinstanz vorwiegend auf wenig fundierte Annahmen stütze. Da zum einen Ausnahmen von der Angebotspflicht im Zweifel zu gewähren seien und zum anderen die Interessen der Minderheits-

¹¹¹ Verfügung 750/01 der UEK vom 22. November 2019 in Sachen *Schmolz+Bickenbach AG*, Rn 9 ff.

¹¹² Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 6. Dezember 2019, Rn 53 ff.

aktionäre mit der Einräumung eines Bezugsrechts zu Marktpreisen (womit diese eine Verwässerung ihrer Anteile verhindern könnten) sowie dem Fortbestand der S+B mit einem neuen Mehrheitsaktionär voraussichtlich am besten gewahrt seien, sei unter Berücksichtigung sämtlicher Umstände Martin Haefner/BigPoint eine Sanierungsausnahme i.S.v. Art. 136 Abs. 1 lit. e FinfraG zu gewähren.

IV. Weitere Verfügungen der Übernahmekommission

1. Feststellung der besonderen Befähigung von Greenhill & Co. Europe LLP als Erstellerin von Fairness Opinions

Mit Verfügung 737/01 vom 28. Juni 2019 in Sachen *Greenhill & Co. Europe LLP* wurde festgestellt, dass die in London ansässige Greenhill & Co. Europe – eine Tochtergesellschaft, der im Investmentbanking-Geschäft tätigen Greenhill & Co., Inc. mit Sitz in New York – für die Erstellung von *Fairness Opinions* im Rahmen öffentlicher Kauf- und Tauschangebote besonders befähigt ist.¹¹³

2. Gültigkeit einer selektiven *Opting out*-Bestimmung für sämtliche aktuellen und künftigen Aktionäre der LEM Holding SA

Am 12. September 2019 reichte eine Aktionärsgruppe der LEM Holding SA (**LEM**) bestehend aus Werner O. Weber und Ulrich (Ueli) Wampfler (die **Aktionärsgruppe Weber**) ein Gesuch bei der UEK ein, worin beantragt wurde, dass von der UEK festzustellen sei, dass die in Art. 8 der Statuten von LEM enthaltene *Opting out*-Bestimmung für sämtliche aktuellen und künftigen Aktionäre der LEM Geltung hat.

Dazu sei im Wesentlichen Folgendes festzuhalten: An der Generalversammlung vom 25. Juni 2010 hatte LEM auf Antrag von Werner O. Weber ein *Opting out* eingeführt, wonach « *un actionnaire inscrit de la société n'est pas tenu de présenter, en cas de dépassement du seuil de 33⅓% des droits de vote – qu'il soit habilité à en faire usage ou non – une offre publique d'acquisition conformément à l'article 32 de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières* (Loi sur les bourses, LBVM) portant sur toutes les actions cotées de la société. » Am 31. August 2011 stellte die Aktionärsgruppe Weber bei der UEK ein Gesuch um Feststellung des Nicht-Bestehens der Angebotspflicht aufgrund der erwähnten *Opting out*-Bestimmung. Mit Verfügung 490/01 vom 22. September 2011 in Sachen LEM (**LEM Verfügung 490/01**) entschied die UEK, dass für Werner O. Weber oder für die Aktionärsgruppe Weber keine Angebotspflicht besteht, sollten diese durch den Erwerb von Beteiligungspapieren an der LEM den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte überschreiten.¹¹⁴ Im Anschluss an die unangefochten gebliebene LEM Verfügung 490/01 erwarb die Aktionärsgruppe Weber weitere Aktien an LEM und überschritt den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte an LEM.

Nach der LEM Verfügung 490/01 hat die UEK mit Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* (**ADB Verfügung 518/01**) ihre Praxis betreffend die Gültigkeit von *Opting out*-Bestimmungen geändert.¹¹⁵ Nach der neuen Praxis der UEK ist ein nachträgliches *Opting out* übernahmerechtlich gültig, wenn (i) die Aktionäre transparent über die Einführung des *Opting out* und dessen Folgen informiert werden und (ii) die Mehrheit der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung dem *Opting out* zustimmen.¹¹⁶ Ausserdem stellte die UEK mit Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA* (**Perfect Holding Verfügung 531/01**) fest, dass die durch die ADB Verfügung 518/01 vollzogene Praxisänderung grundsätzlich auch auf *Opting out*-Bestimmungen anwendbar ist, die vor dieser Praxisänderung eingeführt wurden, soweit der Kontrollwechsel nach der ADB Verfügung 518/01 stattfindet.¹¹⁷

Mit Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 (**LEM Verfügung 745/01**) bestätigte die UEK aus-

Mit Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 (**LEM Verfügung 745/01**) bestätigte die UEK aus-

¹¹³ Verfügung 737/01 vom 28. Juni 2019 in Sachen *Greenhill & Co. Europe LLP*, Dispositiv Ziff. 1.

¹¹⁴ Verfügung 490/01 vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, Dispositiv Ziff. 1.

¹¹⁵ Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*.

¹¹⁶ Verfügung 686/01 vom 20. März 2018 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Rn 1 ff.; Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 in Sachen *Kaba Holding AG*, Rn 1 ff.; Verfügung 594/01 vom 5. März 2015 in Sachen *Sika AG*, Rn 8 ff.; Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, Rn 10 ff.

¹¹⁷ Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, Rn 13–15.

drücklich, dass die in Art. 8 der Statuten von LEM enthaltene (materiell selektive)¹¹⁸ *Opting out*-Bestimmung für sämtliche aktuellen und künftigen Aktionäre der LEM Geltung hat, die den Schwellenwert von 33⅓% der Stimmrechte überschreiten würden.¹¹⁹ Im Wesentlichen beurteilte die UEK die Gültigkeit dieser *Opting out*-Klausel anhand der Erfordernisse der ADB Verfügung 518/01. Sie begründete dies damit, dass die geplante Veräusserung der von der Aktionärsgruppe gehaltenen Kontrollbeteiligung zu einem Kontrollwechsel führen würde, der nach der Einführung der durch die ADB Verfügung 518/01 vollzogenen Praxisänderung erfolgen würde.¹²⁰ Sie befand ausserdem, dass die *Opting out*-Bestimmung der LEM die Erfordernisse der Transparenz und der Minderheitszustimmung gemäss der rückwirkend angewandten Praxis erfüllte.¹²¹ In diesem Zusammenhang bestätigte die UEK ein *obiter dictum* der Perfect Holding Verfügung 531/01, wonach bei der Anwendung der neuen Praxis auf früher eingeführte *Opting out*-Bestimmungen geringere formelle Anforderungen in Bezug auf das Transparenzerfordernis gelten.¹²² So reicht es namentlich aus, wenn die Aktionäre ihre Zustimmung aufgrund einer ausreichenden Aufklärung gegeben haben (*informed consent*).¹²³

Am 6. November 2019 reichte eine qualifizierte Aktionärin von LEM, 7-Industries Holding B.V., die 12,42% der Stimmrechte an LEM hielt (die **Einsprecherin**), eine Einsprache gegen die LEM Verfügung 745/01 ein. Die Einsprecherin behauptete insbesondere, dass das Transparenzerfordernis gemäss der

durch die ADB Verfügung 518/01 vollzogenen Praxisänderung bei der Generalversammlung vom 25. Juni 2010 nicht erfüllt gewesen sei. Entscheidend sei dabei die den Aktionären vor der Generalversammlung unterbreitete Information. Die Einsprecherin machte geltend, aufgrund der fehlenden Transparenz in der Einladung zur Generalversammlung und in Gesprächen mit Vertretern der LEM davon ausgegangen zu sein, dass die *Opting out*-Bestimmung keine generelle Wirkung für sämtliche aktuellen und künftigen Aktionäre der LEM entfalte, weshalb sie sich an der Generalversammlung habe vertreten lassen. Hätte sie gewusst, welche Auswirkungen die Klausel haben könnte, hätte sie dem Antrag nicht zugestimmt. Die Aktionärsgruppe Weber war dagegen der Auffassung, dass die *Opting out*-Bestimmung generell Geltung habe, auch wenn in der LEM Verfügung 490/01 lediglich deren Wirksamkeit für Werner O. Weber und/oder die Aktionärsgruppe Weber festgestellt worden war.

Im Rahmen des Einspracheverfahrens betreffend die LEM Verfügung 745/01, in welchem fünf Schriftwechsel erfolgten, erliess die UEK zahlreiche verfahrensleitende Verfügungen, um den Sachverhalt hinreichend abzuklären.¹²⁴ Sie forderte umfangreiche Beweismittel an (d.h. Korrespondenzen zwischen ehemaligen Vertretern von LEM und Vertretern der Einsprecherin, Aktienbuchauszüge, Sitzungsprotokolle und Zirkularbeschlüsse des Verwaltungsrates der LEM, Zutrittskarten, Anmeldeformulare und Stimmkarten zur Generalversammlung vom 25. Juni 2010 sowie Unterlagen betreffend die Bildung einer allfälligen Aktionärsgruppe zwischen Werner O. Weber und/oder Ulrich (Ueli) Wampfler und/oder anderen Aktionären der LEM vor oder zum Zeitpunkt der Generalversammlung vom 25. Juni 2010). Sie lehnte aber die von den Parteien beantragten Zeugenbefragungen ab.¹²⁵

¹¹⁸ Vgl. Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 13–15.

¹¹⁹ Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Dispositiv Ziff. 1 und Rn 31.

¹²⁰ Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 16–19.

¹²¹ Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 22 ff. und 31.

¹²² Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, Rn 26, wonach die UEK « *n'exclut pas de faire preuve d'une certaine flexibilité sur le respect du critère formel de la transparence dans [les] cas [où la clause d'opting out a été introduite avant la publication de la nouvelle pratique], pour autant que l'on puisse considérer que les actionnaires aient été suffisamment et dûment informés avant le vote.* »; vgl. Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 23.

¹²³ Vgl. Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 23; Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, Rn 26.

¹²⁴ Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 5 ff.

¹²⁵ Vgl. Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 5–9. Lässt sich ein Sachverhalt auf andere Weise nicht hinreichend abklären, so können die Behörden i.S.v. Art. 14 Abs. 1 VwVG die Einvernahme von Zeugen anordnen. Die UEK, die nicht auf der Liste steht, kann somit keine Zeugen einvernehmen. Vgl. u.a. *Philippe Weissenberger/Astrid Hürzel*, in: Bernhard Waldmann/Philippe Weissenberger (Hrsg.), *Praxiskommentar Verwaltungsverfahrensgesetz*, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2016, Art. 14 VwVG N 27.

Mit Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen LEM (**LEM Verfügung 745/02**) wies die UEK die erhobene Einsprache vollumfänglich ab und bestätigte die Begründung der LEM Verfügung 745/01 vollumfänglich.¹²⁶ Die LEM Verfügung 745/02 stützte sich dabei auf zwei Hauptargumente. Erstens hielt die UEK fest, dass die Einsprecherin einen Rechtsmissbrauch¹²⁷ beging, indem sie versuchte, die Gültigkeit der *Opting out*-Bestimmung in Frage zu stellen, obschon sie selbst zehn Jahre zuvor deren Einführung zugestimmt hatte.¹²⁸ Die Auslegung der edierten Unterlagen nach Treu und Glauben (vgl. Art. 18 OR) ergab, dass die Einsprecherin der Einführung der *Opting out*-Bestimmung *en connaissance de cause* und entgegen dem Antrag des Verwaltungsrats zugestimmt hatte.¹²⁹ Zudem war die UEK der Auffassung, dass die Einsprecherin die *Opting out*-Bestimmung nach Art. 706 OR hätte beanstanden müssen.¹³⁰ Zweitens bestätigte die UEK, dass die im Rahmen der ADB Verfügung 518/01 entwickelte Praxis vorliegend rückwirkend mit geringeren formellen Anforderungen mit Blick auf das Transparenzerfordernis zur Anwendung gelangte.¹³¹ Sie prüfte die Voraussetzungen der Gültigkeit der *Opting out*-Bestimmung der LEM erneut im Lichte der von der Einsprecherin vorgebrachten Argumente, fand aber nicht, dass die Sache anders zu entscheiden war.¹³² Die LEM Verfügung 745/02 wurde nicht angefochten.

3. Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen Bossard Holding AG

Mit Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen Bossard Holding AG (**BH AG**) stellte die UEK fest, dass die geplante teilweise oder vollständige Übertragung der von der Bossard Unternehmensstiftung (**Bossard US**) gehaltenen Beteiligung an der BH AG auf die Kolin Holding AG (**KH AG**) keine Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots durch die Bossard US, durch die KH AG und/oder durch die an der KH AG beteiligten Aktionäre auslöste.¹³³

Die UEK ging in diesem Fall davon aus, dass die BH AG von den Aktionären der KH AG und von der Bossard US in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA beherrscht wurde.¹³⁴ Die KH AG war hingegen «*die direkte Halterin i.S.v. Art. 32 i.V.m. Art. 11 lit. b FinfraV-FINMA der Beteiligung der Familienaktionäre an der Bossard Holding.*»¹³⁵ Würde die von der Bossard US direkt gehaltene Beteiligung an der BH AG ganz oder zu einem bedeutenden Teil an die KH AG verkauft, bedeutete dies nach Auffassung der UEK, dass die Bossard US (a) entweder ganz aus der die BH AG beherrschenden organisierten Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA ausscheidet oder (b) mit einer wesentlich kleineren Beteiligung weiterhin in der erwähnten Aktionärsgruppe verbleibt.¹³⁶

Weil die KH AG bereits 51,1% der Stimmrechte der BH AG hielt, wurde von der UEK festgestellt, dass auch bei einer gänzlichen Übertragung der Namenaktien A der BH AG von der Bossard US auf die KH AG «*keine wesentliche Änderung der Kontrollverhältnisse mit Blick auf die Bossard Holding.*»¹³⁷ stattfinden würde.

Dasselbe galt gemäss UEK, wenn die Bossard US mit einer wesentlich niedrigeren Beteiligung weiterhin direkte Aktionärin der BH AG blieb. Dies hätte «*keine wesentliche Veränderung innerhalb der aus den Familienaktionären und der Bossard Unternehmensstiftung bestehenden, in gemeinsamer Absprache i.S.v.*

¹²⁶ Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Dispositiv Ziff. 1 und 2.

¹²⁷ Nach Art. 5 Abs. 3 BV handeln staatliche Organe und Private nach Treu und Glauben. Gemäss dem für die gesamte Rechtsordnung geltenden Art. 2 Abs. 2 ZGB findet der offenbare Missbrauch eines Rechts keinen Rechtsschutz. Rechtsmissbrauch liegt vor, wenn ein Rechtsinstitut zweckwidrig zur Verwirklichung von Interessen verwendet wird, die dieses Rechtsinstitut nicht schützen will (BGE 142 II 206 E. 2.3 S. 209 f.). Vgl. Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 12–14.

¹²⁸ Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 12–28.

¹²⁹ Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 17–27.

¹³⁰ Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 25.

¹³¹ Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 30–32 und 35.

¹³² Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 33–61.

¹³³ Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen *Bossard Holding AG*, Dispositiv Ziff. 1.

¹³⁴ Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen *Bossard Holding AG*, Rn 7.

¹³⁵ Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen *Bossard Holding AG*, Rn 8.

¹³⁶ Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen *Bossard Holding AG*, Rn 9.

¹³⁷ Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen *Bossard Holding AG*, Rn 10.

Art. 33 FinfraV-FINMA handelnden organisierte Gruppe zur Folge und würde folglich ebenfalls keine Angebotspflicht mit Blick auf die kotierten Namenaktien A der Bossard Holding auslösen.»¹³⁸

V. Verfügungen betreffend Rückkaufprogramme

1. Öffentliches Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG

Wie in den Vorjahren¹³⁹ kaufte die an der BX Swiss AG kotierte AP Alternative Portfolio AG (AP) auch im Jahr 2019 wieder eigene Aktien im Rahmen eines öffentlichen *Dutch Auction*-Aktienrückkaufprogramms zurück.¹⁴⁰

Mit der Verfügung 719/01 vom 4. Februar 2019 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG* stellte die UEK den entsprechenden Aktienrückkauf per Verfügung (unter Gewährung der zu dessen Durchführung notwendigen Ausnahmen von Rn 11 und 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1^{141/142}) frei und erlaubte AP, den Rückkaufpreis über eine sog. niederländische Auktion (*Dutch Auction*) zu bestimmen.¹⁴³

¹³⁸ Verfügung 751/01 vom 10. Dezember 2019 in Sachen *Bossard Holding AG*, Rn 11.

¹³⁹ Vgl. Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*; vgl. ebenfalls *Georg Gotschev/Marc D. Nagel*, Die Praxis der Übernahmekommission im Jahr 2016, SZW 4/2017, S. 484 ff., S. 504 f.; Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*; Verfügung 680/01 vom 31. Januar 2018 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*; *Gotschev/Jenny* (Fn. 2), S. 424.

¹⁴⁰ Vgl. Verfügung 719/01 vom 4. Februar 2019 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*.

¹⁴¹ UEK-Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 27. Juni 2013 (Stand am 1. Januar 2016).

¹⁴² Ausnahme mit Blick auf (i) das Volumen des Rückkaufs, der üblicherweise die Schwellenwerte von 10 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte bzw. von 20 Prozent des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere gesamthaft nicht übersteigen darf (vgl. Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1) sowie (ii) die anteilmässige Berücksichtigung der am Rückkauf teilnehmenden Aktionäre, falls die Annahmeerklärungen durch den Anbieter nicht im vollen Umfang erfüllt werden können (Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1).

¹⁴³ Zur Funktionsweise der *Dutch Auction* vgl. Verfügung 719/01 vom 4. Februar 2019 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Rn 7 ff.

2. Öffentliches Rückkaufprogramm von Castle Alternative Invest AG

Mit Verfügung 748/01 vom 5. November 2019 stellte die UEK das öffentliche Rückkaufangebot von Castle Alternative Invest AG (**Castle**), in dessen Rahmen maximal 10% des Kapitals und der Stimmrechte von Castle zurückgekauft werden sollten, von der Anwendung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote frei.¹⁴⁴

Die Notwendigkeit zur Freistellung des Aktienrückkaufprogramms von Castle per Verfügung ergab sich daraus, dass das beabsichtigte Volumen des Rückkaufs die Schwelle von 20% des *Free Float* überschritten hatte, womit die Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 nicht mehr eingehalten war.¹⁴⁵

Da das Aktienrückkaufprogramm keine massgebliche Veränderung der Kontrollverhältnisse und keine übermässige Reduktion des *Free Float* bewirkte und ausserdem auch die übernahmerechtlichen Grundsätze (d.h. Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung) eingehalten waren, wurde Castle eine Ausnahme von Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 gewährt.

3. Öffentliches Rückkaufprogramm von ams AG

Mit dem Ziel, möglichst rasch und unkompliziert ihre am sog. *Open Market* (Freiverkehr) der Frankfurter Börse zum Handel zugelassenen Wandelanleihen¹⁴⁶ teilweise zurückzukaufen, reichte die ams AG, ein Halbleiterhersteller mit Hauptsitz in Premstätten, Steiermark, Österreich, dessen (Inhaber-)Aktien an der SIX Swiss Exchange hauptkotiert sind (**ams** oder **Gesuchstellerin**), am 1. Februar 2019 ein Gesuch bei der UEK ein.

Mit dem Hauptantrag ihres Gesuchs beantragte die Gesuchstellerin, es sei festzustellen, dass der teilweise Rückkauf der Wandelanleihen nicht in den Anwendungsbereich der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote gemäss Art. 125 ff. FinfraG falle. Ams argumentierte, dass der Bezug des Falles zur

¹⁴⁴ Verfügung 748/01 vom 5. November 2019 in Sachen *Castle Alternative Invest AG*.

¹⁴⁵ Vgl. Verfügung 748/01 vom 5. November 2019 in Sachen *Castle Alternative Invest AG*, Rn 4.

¹⁴⁶ Notierend in USD bzw. EUR.

Schweiz und ihrer Rechtsordnung marginal sei;¹⁴⁷ Auch ergebe sich die von der UEK vorgenommene Ausdehnung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote auf öffentlich angekündigte Rückkäufe von Wandelanleihen nicht zwingend aus dem Wortlaut der einschlägigen Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote (grammatikalische Auslegung); sie diene keinem erkennbaren Schutzzweck (teleologische Auslegung), stehe im Widerspruch zur Rechtslage in umliegenden Drittstaaten und halte schliesslich auch einer Kosten-Nutzen-Analyse nicht stand. Die UEK wies den Hauptantrag der Gesuchstellerin im Rahmen der Verfügung 721/01 vom 4. März 2019 in Sachen *ams AG* mit dem Hinweis ab, dass gemäss ihrer ständigen Praxis öffentliche Angebote einer Gesellschaft zum Rückkauf eigener Beteiligungspapiere, wozu auch Wandelanleihen zu zählen seien,¹⁴⁸ öffentliche Kaufangebote i.S.v. Art. 2 lit. i FinfraG¹⁴⁹ darstellen.¹⁵⁰

Per Eventualbegehren beantragte die Gesuchstellerin, es sei festzustellen, dass beim teilweisen Rückkauf der von *ams* begebenen Wandelanleihen die gesetzlichen Voraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG erfüllt sind (d.h., die Anwendung schweizeri-

schen Rechts führe *in casu* zu einem Konflikt mit ausländischem Recht und das ausländische Recht gewährleiste einen Schutz der Anlegerinnen und Anleger, der demjenigen des schweizerischen Rechts gleichwertig sei) und auf die Anwendung der Vorschriften des schweizerischen (Übernahme-)Rechts zu verzichten sei.¹⁵¹ Die UEK wies den Eventualantrag der Gesuchstellerin ab, da sie keinen Konflikt zwischen schweizerischem und ausländischem Recht erkennen konnte und das ausländische Recht nach Ansicht der UEK keinen gleichwertigen Schutz der Anlegerinnen und Anleger gewährleistete.¹⁵²

Den Subeventualantrag der Gesuchstellerin hingegen, wonach das geplante *ams*-Wandelanleihen-Rückkaufprogramm zum Marktpreis unter Gewährung bestimmter Ausnahmen von den Voraussetzungen und Auflagen für Rückkaufprogramme von der Anwendung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freigestellt werden sollte, hiess die UEK gut: Entsprechend stellte letztere den Rückkauf der Wandelanleihen per Verfügung unter Gewährung zweier Ausnahmen zu den Bestimmungen im UEK-Rundschreiben Nr. 1^{153/154} frei.¹⁵⁵

VI. Fazit

Die wesentlichen, für die Praxis relevanten Punkte aus den oben besprochenen Verfügungen der UEK, der FINMA und des BVGer werden nachfolgend kurz zusammengefasst:

- Wenn die Mindestpreisregeln nicht zur Anwendung gelangen, prüft die UEK die Angemessen-

¹⁴⁷ Vgl. Verfügung 721/01 vom 4. März 2019 in Sachen *ams AG*, Rn 4: «Die Gesuchstellerin macht darauf aufmerksam, dass es sich bei den Wandelanleihen um Schuldverschreibungen handle, die von einer ausländischen Emittentin unter ausländischem Recht begeben worden seien, auf ausländische Währungen lauteten, mit Wissen und Willen der Gesellschaft an einem ausländischen Handelsplatz zum Handel zugelassen und im Wesentlichen bei europäischen Investoren platziert worden seien.»

¹⁴⁸ Was die Frage anbelangt, ob sich die Regeln über öffentliche Kaufangebote auch auf den öffentlichen Rückkauf von Wandelanleihen (wie jene von *ams*) beziehen, stützt sich die UEK wohl mit Blick auf eine möglichst weite Auslegung auf den Art. 2 lit. i FinfraG – und damit auf die Rechtslage zum redaktionell unglücklich abgefassten Art. 2 UEV – ab, gemäss welchem zu den öffentlichen Kaufangeboten u.a. auch öffentliche Angebote zum Kauf von sog. «anderen Beteiligungspapieren» zählen (*nota bene*: gemäss Wortlaut des Art. 2 lit. a UEV fallen lediglich «Aktien, Partizipations- und Genussscheine» unter den Begriff «Beteiligungspapiere», nicht hingegen «andere Beteiligungspapiere» im Sinne von Art. 2 lit. i FinfraG; insofern wird der Begriff «Beteiligungspapiere» im FinfraG und in der UEV nicht deckungsgleich verwendet).

¹⁴⁹ Vgl. auch Art. 2 lit. e aBEHG.

¹⁵⁰ Zu den Erwägungen der UEK vgl. Verfügung 721/01 vom 4. März 2019 in Sachen *ams AG*, Rn 6 ff.

¹⁵¹ Zur Begründung des Eventualantrags vgl. Verfügung 721/01 vom 4. März 2019 in Sachen *ams AG*, Rn 16 ff.

¹⁵² Zu den Erwägungen der UEK vgl. Verfügung 721/01 vom 4. März 2019 in Sachen *ams AG*, Rn 19 ff.

¹⁵³ UEK-Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 27. Juni 2013 (Stand am 1. Januar 2016).

¹⁵⁴ Ausnahme von Rn 9 des UEK-RS Nr. 1 («Das Rückkaufprogramm hat sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren des Anbieters zu beziehen»): keine Verpflichtung zum Rückkauf aller Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren sowie Ausnahme von Rn 23 des UEK-RS Nr. 1: Bewilligung grösserer Tagesvolumen für den Rückkauf der Wandelanleihen.

¹⁵⁵ Vgl. zur Antragsbegründung und den Erwägungen der UEK die Verfügung 721/01 vom 4. März 2019 in Sachen *ams AG*, Rn 31 ff.

- heit des Angebotspreises nicht. Dies gilt auch, wenn es wegen der Mehrheitsbeteiligung der Anbieterin und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen keinen qualifizierten Aktionär (vgl. Art. 139 Abs. 3 FinfraG; Art. 56 Abs. 3, Art. 57 und Art. 58 UEV) der Zielgesellschaft gibt.¹⁵⁶ Das ist auch der Fall, obwohl die Aktionäre der Zielgesellschaft im (späteren) Kraftloserklärungsverfahren grundsätzlich keine Möglichkeit haben, die Angemessenheit des Angebotspreises gerichtlich zu beanstanden (vgl. Art. 137 Abs. 2 FinfraG).¹⁵⁷
- Namentlich bei ausserordentlich hohen Dividendenausschüttungen kann u.U. nach Art. 47 FinfraV-FINMA eine Ausnahme von den Regeln über die Ermittlung des Angebotspreises bei Pflichtangeboten gemäss Art. 135 Abs. 2–4 FinfraG i.V.m. Art. 42–46 FinfraV-FINMA gewährt werden.¹⁵⁸
 - Die Stimmrechtssuspendierung i.S.v. Art. 135 Abs. 5 lit. a FinfraG soll in erster Linie verhindern, dass angebotspflichtige Aktionäre Kontrolle über eine Zielgesellschaft ausüben können, ohne den anderen Aktionären ein Pflichtangebot zu unterbreiten.¹⁵⁹ Diese Bestimmung ist hinreichend bestimmt und stellt eine ausreichende gesetzliche Grundlage für von der UEK angeordnete Stimmrechtssuspendierungen dar.¹⁶⁰
 - Das BVGer weicht nicht ohne Not von den Rechtsauffassungen der Vorinstanzen ab. Die UEK und der Übernahme- und Staatshaftungsausschuss der FINMA sind Vorinstanzen mit besonderem Sachverstand und Beurteilungsnähe im Sinne dieser Ohne-Not-Praxis.¹⁶¹
 - Gemäss BVGer kann eine mehrmalige Verlängerung der Frist zur Unterbreitung eines Pflichtangebots bzw. deren unbenützter Ablauf ein Indiz für hinreichende Anhaltspunkte i.S.v. Art. 135 Abs. 5 lit. a FinfraG sein, dass eine Person ihrer Angebotspflicht nicht nachkommt. Das gilt namentlich, wenn der Angebotspflichtige bis zum Ablauf der Frist keine Belege vorlegt, die effektiv auf massgebliche Fortschritte hinsichtlich der Unterbreitung des Pflichtangebots schliessen lassen.¹⁶²
 - Mitteilungen einer Anbieterin gegenüber der Öffentlichkeit qualifizieren als Voranmeldung, sofern sie die wesentlichen Elemente einer Voranmeldung enthalten.¹⁶³
 - Ein Gutachten qualifiziert nur dann als *Fairness Opinion* i.S.v. Art. 30 Abs. 5 UEV, wenn es alle für eine *Fairness Opinion* erforderlichen Elemente beinhaltet.¹⁶⁴
 - Ein im Rahmen einer *Fairness Opinion* angewandter Illiquiditätsabschlag kann aus finanzieller Sicht gerechtfertigt sein, sofern die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen eine massgebliche Beteiligung an der Zielgesellschaft halten und die Aktien der Zielgesellschaft illiquide sind.¹⁶⁵
 - Eine Sanierungsausnahme nach Art. 136 Abs. 1 lit. e FinfraG soll nach ihrem Sinn und Zweck (erst) in einer Situation gewährt werden, in welcher sich ohne eine solche Ausnahme kaum ein Investor finden liesse. Die Sanierungsausnahme kann befristet werden, wenn dies aus Gründen der Verhältnismässigkeit sachgerecht ist.¹⁶⁶
 - Die UEK ist nicht befugt, Zeugen einzuvernehmen.¹⁶⁷
- ¹⁵⁶ Vgl. Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 8.
- ¹⁵⁷ Vgl. *Jenny* (Fn. 22), S. 494 ff.
- ¹⁵⁸ Vgl. Verfügung 672/07 vom 29. Mai 2019 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rn 24.
- ¹⁵⁹ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.1, S. 30.
- ¹⁶⁰ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.2.1, S. 31.
- ¹⁶¹ Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.2.2, S. 31.
- ¹⁶² Vgl. Urteil des BVGer vom 29. Mai 2019, B-6879/2018, E. 6.2.3, S. 32.
- ¹⁶³ Vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Rn 5 ff.
- ¹⁶⁴ Vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Rn 51 ff.
- ¹⁶⁵ Vgl. Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Rn 35; Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Rn 43.
- ¹⁶⁶ Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 6. Dezember 2019, Rn 43 und 64.
- ¹⁶⁷ Vgl. Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 6.

- Die aktuelle Praxis der UEK zur Gültigkeit einer nachträglich eingeführten *Opting out*-Bestimmung gilt grundsätzlich auch für *Opting out*-Bestimmungen, welche vor dem 11. Oktober 2012 eingeführt wurden, wenn ein Kontrollwechsel nach dem 11. Oktober 2012 erfolgte.¹⁶⁸ Bei der

Anwendung der aktuellen Praxis auf vor dem 11. Oktober 2012 eingeführte *Opting out*-Bestimmungen gelten geringere formelle Anforderungen in Bezug auf die Voraussetzung der Transparenz.¹⁶⁹

¹⁶⁸ Vgl. Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, Rn 13–15, bestätigt mit Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 16–19 und Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 30–32.

¹⁶⁹ Vgl. Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, Rn 26, bestätigt mit Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 23 und Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 35.