

# Die Praxis des Jahres 2022 im Übernahmerecht

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

Dieser Beitrag bespricht die Praxis der Übernahmekommission (UEK) des Jahres 2022. Die UEK erliess dabei im Rahmen von 16 Verfahren<sup>1</sup> insgesamt 21 Verfügungen.

## Inhaltsübersicht

- I. Freiwillige öffentliche Kauf- und Tauschangebote
  - 1. Angebot an die Aktionäre der *Vifor Pharma AG*
  - 2. Angebot an die Aktionäre der *Bank Linth LLB AG*
  - 3. Angebot an die Aktionäre der *Spice Private Equity AG*
  - 4. Angebot an die Aktionäre der *Bobst Group SA*
  - 5. Angebot an die Aktionäre der *Valora Holding AG* – Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*
- II. Nichtbestehen der Angebotspflicht und Ausnahmen von der Angebotspflicht
  - 1. Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*
  - 2. Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*
  - 3. Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG*
  - 4. Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*
  - 5. Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*
  - 6. Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*
- III. Verfügungen betreffend Rückkaufprogramme
  - 1. Öffentliches Rückkaufprogramm von *Spice Private Equity AG*
  - 2. Öffentliches Rückkaufprogramm von *AP Alternative Portfolio AG*
- IV. Fazit

## I. Freiwillige öffentliche Kauf- und Tauschangebote

### 1. Angebot an die Aktionäre der *Vifor Pharma AG*

#### 1.1 Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*

Mit Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG* (**Vifor** oder **Zielgesellschaft**) stellte die UEK zunächst fest, dass das öffentliche Kaufangebot der *CSL Behring AG* (**CSL** oder **Anbieterin**) an die Aktionäre der *Vifor Pharma AG* den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entsprach.

Im Weiteren wurde festgestellt, dass die Auflagen gemäss Verfügung 802/01 vom 13. Dezember 2021 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Dispo.-Ziff. 3 und 4 erfüllt worden waren: Demnach hatte *CSL Limited* oder eine Konzerngesellschaft der *CSL Limited* für die Retail-Anleger mit Basiswährung CHF im Rahmen des Settlements eine Umtauschmöglichkeit von USD in CHF bereitzustellen, welche die Retail-Anleger mit Basiswährung CHF in Bezug auf die Wechselkosten den übrigen Anlegern gleichstellte (Dispo.-Ziff. 3), und der Angebotsprospekt hatte an prominenter Stelle einen expliziten Hinweis auf die mit dem Angebot verbundenen Währungsrisiken zu enthalten (Dispo.-Ziff. 4).

Auf Antrag der Anbieterin und unter Hinweis auf die Praxis der UEK wurde überdies festgestellt, dass für den Fall, dass der Angebotspreis in USD besteht, zwecks Überprüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* bei einem Erwerb in CHF auf den USD-CHF Wechselkurs unmittelbar vor dem Zeitpunkt des Erwerbs bzw. der Abgeltung abgestellt werden kann.<sup>2</sup>

In Bezug auf die Handhabung der Mitarbeiterbeteiligungspläne erinnerte die UEK an den Grundsatz, wonach diese als materiell vom Angebot erfasst gel-

\* 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.

<sup>1</sup> Verfahren, welche Rückkaufprogramme betreffen, auf die das Meldeverfahren Anwendung findet (vgl. Rz. 31 ff. des UEK-Rundschreibens Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 27. Juni 2013 [Stand am 1. Januar 2016]), werden dabei nicht mitgezählt.

<sup>2</sup> Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 25 f.

ten, sofern sie im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot eine Anpassung erfahren. Die UEK stellte unter Verweis auf die einschlägige Praxis u.a. fest, dass die Aufhebung von Sperrfristen für zugeteilte Vifor-Aktien bzw. bei der Zuteilung weiterer Vifor-Aktien nicht in den Anwendungsbereich der *Best Price Rule* fällt, da es sich insoweit nicht um einen Erwerb im Sinne des Art. 10 Abs. 1 UEV handelt. Im Weiteren verletzte die beabsichtigte Barabgeltung der Ansprüche auf Vifor-Aktien die *Best Price Rule* nicht, da sie zum Angebotspreis erfolgte. Schliesslich wurde in diesem Zusammenhang auch antragsgemäss festgestellt, dass Verkäufe bzw. Übertragungen von Vifor-Aktien bzw. Anwartschaften auf den Bezug von Vifor-Aktien und/oder Barausgleich auf den Berechtigten aus solchen Instrumenten und den Equity Plans nicht von der Transaktionsmeldepflicht i.S.v. Art. 134 FinfraG i.V.m. Art. 38 ff. UEV erfasst werden, da die Fortführung bestehender Mitarbeiterbeteiligungsprogramme, inklusive Zuteilung und Modalitäten, zwecks Erfüllung (arbeits-)vertraglicher Verpflichtungen keine Gefahr einer Umgehung der *Best Price Rule* birgt, weshalb praxisgemäss auf die Transparenz, welche diesbezügliche Transaktionsmeldungen schaffen würden, verzichtet werden kann.<sup>3</sup>

In Bezug auf die in der Transaktionsvereinbarung vom 14. Dezember 2021 enthaltene Exklusivitätsvereinbarung stellte die UEK fest, dass die dort vorgesehene Voraussetzung unzulässig ist, wonach im Fall eines Konkurrenzangebots die Empfehlung des öffentlichen Kaufangebots von CSL durch den Verwaltungsrat von Vifor nur geändert und insbesondere widerrufen werden darf, sofern die Unterlassung einer entsprechenden Handlung für den Verwaltungsrat von Vifor eine Verletzung der Sorgfalts- und Treupflicht gemäss Art. 717 OR bedeuten würde. Die UEK hielt fest, dass eine solche Neu Beurteilung im Fall eines Konkurrenzangebots im Ermessen des Verwaltungsrats bleiben muss und er dieses Ermessen in Wahrung des Grundsatzes der Gleichbehandlung von Konkurrenzangebern ausüben muss. Die Ausübung dieses Ermessens darf nicht eingeschränkt werden, indem eine Neu Beurteilung zusätzlich an die Voraussetzung einer andernfalls drohenden Verletzung der

Sorgfalts- und Treupflicht gemäss Art. 717 OR geknüpft wird.<sup>4</sup>

Die in der Transaktionsvereinbarung vom 14. Dezember 2021 ebenfalls enthaltene *Break Fee* in der Höhe von USD 200 Mio. wurde für zulässig erklärt: Die Anbieterin hatte eine Aufstellung der zu erwartenden Kosten im Fall eines Scheiterns des öffentlichen Kaufangebots eingereicht, welche die Höhe der *Break Fee* von USD 200 Mio. erreichten. Zudem bewegte sich dieser Betrag noch im Rahmen der einschlägigen Praxis.<sup>5</sup>

## 1.2 Verfügung 802/03 vom 12. Juli 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*

Mit Verfügung 802/03 vom 12. Juli 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG* gewährte die UEK CSL Behring AG (**Anbieterin**) antragsgemäss Vollzugaufschub für das öffentliche Kaufangebot der Anbieterin für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der *Vifor Pharma AG* bis zum 30. September 2022.

Gemäss Art. 14 Abs. 6 UEV muss ein Angebot «in der Regel» spätestens am zehnten Börsentag nach Ende der Nachfrist vollzogen sein. Gemäss Praxis der UEK ist im Fall von Bedingungen, welche über den Ablauf der Angebotsfrist hinaus bzw. bis zum Vollzug gelten (wie z.B. Bedingungen hinsichtlich ausstehender Genehmigungen oder Freigaben von Wettbewerbsbehörden), ein Aufschub des Vollzugs bis zu vier Monate nach Ablauf der Nachfrist möglich, sofern die entsprechenden Bedingungen zum ursprünglich vorgesehenen Vollzugszeitpunkt noch nicht erfüllt sind und sich der Anbieter einen solchen Aufschub im Angebotsprospekt vorbehalten hat. Für eine darüber hinausgehende Verlängerung muss der Anbieter darlegen, dass die ausstehenden Bedingungen in Kürze erfüllt sind. Beim Entscheid über die Verlängerung ist zudem das Interesse der andienenden Aktionäre zu berücksichtigen und schliesslich muss der Anbieter grundsätzlich auch ein spezielles Interesse nachweisen.<sup>6</sup>

Die Anbieterin konnte darlegen, dass sämtliche für den Vollzug des Angebots erforderlichen Freiga-

<sup>3</sup> Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 33 ff.

<sup>4</sup> Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 50 ff.

<sup>5</sup> Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 55 ff.

<sup>6</sup> Verfügung 802/03 vom 12. Juli 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 1 ff.

ben erteilt worden waren mit Ausnahme der noch ausstehenden Fusionskontrollfreigabe durch die Federal Trade Commission (FTC) unter dem *U.S. Hart-Scott Rodino Antitrust Improvements Act (HSR Act)*. Dieser Prozess erforderte die Produktion von grossen Mengen von Daten und schriftliche Antworten. Die Anbieterin ging davon aus, dass die Freigabe unter dem HSR Act mit grosser Wahrscheinlichkeit bis spätestens Mitte September 2022 vorliege sollte. Der Vollzugsaufschub lag auch im Interesse der andienenden Aktionäre (gemäss dem definitiven Endergebnis waren 93,81% aller Vifor-Aktien ins Angebot angegliedert worden), da aufgrund der noch ausstehenden Bedingung (b) ein weiterer Vollzugsaufschub unabdingbar war. Überdies hatten Aktionäre, die den Vollzug nicht abwarten wollten, die Möglichkeit, ihre Vifor-Aktien über die zweite Handelslinie zu veräussern.

Damit hatte die Anbieterin glaubhaft dargelegt, dass mit der noch ausstehenden Freistellung durch die FTC innert verlängerter Frist gerechnet werden konnte und der Vollzugsaufschub auch im Interesse der andienenden Aktionäre war.

### 1.3 Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*

Mit Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG* stellte die UEK fest, dass die Überführung von Anrechten unter Beteiligungsplänen der Vifor und ihrer Gruppengesellschaften in Anrechte unter Beteiligungsplänen der CSL und ihrer Gruppengesellschaften sowie die damit verbundene Zuteilung solcher Anrechte unter Beteiligungsplänen der CSL und ihrer Gruppengesellschaften an Mitarbeitende der Vifor und deren Gruppengesellschaften die Pflicht von CSL und von mit dieser in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV handelnden Personen zur Gleichbehandlung der Angebotsempfänger beachten und die *Best Price Rule* nach Art. 10 Abs. 1 UEV nicht auslösen.<sup>7</sup>

Inhaltlich ging es darum, dass CSL gemäss Transaktionsvereinbarung das Recht hatte, dem Vergütungsausschuss von Vifor einen Vorschlag zu unterbreiten, wie gewisse Anrechte, konkret *Restricted Share Units (RSUs)* und *Performance Share Units (PSUs)*, durch Anrechte unter Beteiligungsplänen von CSL (*Replacement Awards*) im Falle des Vollzugs des

Angebots ersetzt werden sollen (**Roll-over**). Der Vergütungsausschuss von Vifor musste dabei in guten Treuen beurteilen, ob diese Replacement Awards bezüglich Wert, Dauer und Wahrscheinlichkeit der Auszahlung für die Plan-Teilnehmer mindestens vergleichbar mit den bisherigen Anrechten waren.<sup>8</sup>

Die UEK führte zunächst aus, dass, wenn bestehende Mitarbeiterbeteiligungspläne im Hinblick auf ein Angebot angepasst werden und die Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV handelt, allfällige an Mitarbeiter ausgerichtete Beteiligungspapiere und -derivate materiell als vom Angebot erfasst gelten. Der Grundsatz der Gleichbehandlung und die *Best Price Rule* sind «somit grundsätzlich auf die Anpassungen von bereits bestehenden Mitarbeiterbeteiligungsplänen anwendbar».<sup>9</sup>

In Analogie zu ihrer Praxis betreffend die Barabgeltung von Mitarbeiterbeteiligungen hielt die UEK sodann fest, dass eine Überführung von Mitarbeiterbeteiligungen der Zielgesellschaft in Mitarbeiterbeteiligungen der Anbieterin mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz vereinbar ist und die *Best Price Rule* nicht auslöst, «wenn die Überführung zum Angebotspreis erfolgt».<sup>10</sup>

Die Prüfstelle hatte in diesem Fall verschiedene Prüfschritte unternommen und war zur Ansicht gelangt, «dass mit den beabsichtigten Modalitäten des geplanten Roll-over die Pflicht der Gesuchstellerinnen und der mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen zur Gleichbehandlung der Angebotsempfänger sowie insbesondere die *Best Price Rule* nach Art. 10 UEV eingehalten wird». Ferner erklärte die Prüfstelle auch, «dass die Bedingungen der CSL-RSUs, soweit sie übernahmerechtlich von Bedeutung sind, mit jenen der Vifor-Anrechte wirtschaftlich insgesamt gleichwertig sind».<sup>11</sup>

Die von der Prüfstelle durchgeführten Prüfschritte sowie die daraus abgeleiteten Begründungen waren «nach Ansicht der UEK plausibel und nachvollziehbar». Zudem waren in den der UEK vorliegenden Ak-

<sup>7</sup> Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Dispositiv Ziff. 1.

<sup>8</sup> Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Sachverhalt lit. B.

<sup>9</sup> Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 7.

<sup>10</sup> Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 16.

<sup>11</sup> Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 22.

ten auch «keine Indizien für eine Benachteiligung der Publikumsaktionäre (...) oder gar für eine Umgehung des Grundsatzes der Gleichbehandlung oder der Best Price Rule ersichtlich». <sup>12</sup> Der geplante Roll-over war damit «sowohl mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung als auch mit der Best Price Rule i.S.v. Art. 10 Abs. 1 UEV vereinbar». <sup>13</sup>

## 2. Angebot an die Aktionäre der Bank Linth LLB AG

### 2.1 Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen Bank Linth LLB AG

Mit Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG* stellte die UEK fest, wie sich der Referenzwert für die Anwendung der *Best Price Rule* beim öffentlichen Übernahmeangebot der Liechtensteinischen Landesbank AG (**LLB**) zum Erwerb der Aktien der Bank Linth LLB AG (**Bank Linth**) im Zeitpunkt der Voranmeldung des Angebots herleitete. In diesem Fall wollte LLB eine entsprechende Feststellung vor der Publikation ihrer Voranmeldung erhalten. Sie plante nämlich, ihr Angebot als Teil-Tauschangebot mit einer frei wählbaren Baralternative auszugestalten. <sup>14</sup>

Nach den einleitenden Ausführungen der UEK ist die *Best Price Rule* verletzt, «wenn ein ausserhalb des Angebotes bezahlter Preis für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft den Wert des Angebots (Referenzpreis) übersteigt». <sup>15</sup> Bei Barangeboten ist der Angebotspreis und somit auch der Referenzpreis stets bestimmt. Bei Tauschangeboten hingegen darf der Preis, der ausserhalb des Angebots bezahlt wird, den Wert des Angebots im Zeitpunkt des konkreten Erwerbs nicht überschreiten. Der Referenzpreis ist deshalb laufend zu bestimmen. <sup>16</sup> Wenn die zum Tausch angebotenen Titel allerdings nicht kotiert sind, war der Referenzpreis nach der bisherigen Praxis der UEK gestützt auf die Bewertung der zum Tausch offerierten Titel durch die

Prüfstelle zu bestimmen. <sup>17</sup> Noch zu entscheiden war die Frage, ob dasselbe auch dann gelten soll, wenn kotierte, jedoch illiquide Beteiligungspapiere i.S. des UEK-Rundschreibens Nr. 2 (mit-)angeboten werden. <sup>18</sup>

In diesem Fall waren laut UEK «keine Gründe ersichtlich, weshalb nicht kotierte und illiquide Beteiligungspapiere i.S. des UEK-Rundschreibens Nr. 2 unterschiedlich behandelt werden sollten». <sup>19</sup> Damit war es ebenso gerechtfertigt, den Referenzpreis für die *Best Price Rule* gestützt auf die Bewertung der zum Tausch (mit-)offerierten Titel durch die Prüfstelle zu ermitteln, auch wenn diese Titel illiquid im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2 waren. <sup>20</sup>

Daraus wurde gefolgert, dass der *Best Price* derjenige ist, welcher den höheren Wert aus dem Teil-Tauschangebot und der Baralternative im Zeitpunkt der Publikation der Voranmeldung darstellte. Der Wert des Teil-Tauschangebots berechnete sich dabei auf Grund der Anzahl offerierter LLB-Aktien multipliziert mit dem von der Prüfstelle ermittelten Wert je LLB-Aktie plus Barkomponente des Teil-Tauschangebots in CHF. <sup>21</sup>

### 2.2 Verfügung 805/02 vom 24. Februar 2022 in Sachen Bank Linth LLB AG

Mit Verfügung 805/02 vom 24. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG* stellte die UEK zunächst fest, dass das öffentliche Kauf- und Teil-Tauschangebot der LLB an die Aktionäre der Bank Linth den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entsprach. <sup>22</sup>

Ferner wurde festgestellt, dass LLB im Hinblick auf ihr öffentliches Kauf- und Teil-Tauschangebot an die Aktionäre der Bank Linth nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV mit dem Land Liechtenstein handelte. <sup>23</sup> Im betreffenden Fall hielt

<sup>12</sup> Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 25.

<sup>13</sup> Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 26.

<sup>14</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Sachverhalt lit. F.

<sup>15</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 9.

<sup>16</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 9.

<sup>17</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 10.

<sup>18</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 14.

<sup>19</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 15.

<sup>20</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 15.

<sup>21</sup> Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 17 f. sowie Dispositiv Ziff. 1.

<sup>22</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Dispositiv Ziff. 1.

<sup>23</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Dispositiv Ziff. 2.

das Land Liechtenstein 57,50% des Aktienkapitals und der Stimmrechte der LLB.<sup>24</sup> Zudem hatte das Land Liechtenstein mit LLB einen Aktienkaufrechtsvertrag abgeschlossen. Gemäss diesem Vertrag hatte LLB das Recht, vom Land Liechtenstein so viele LLB-Aktien zu erwerben, wie es für die vollständige Übernahme der Bank Linth entsprechend der Angebotspreisstruktur und der Wahl der Bank Linth-Aktionäre als Angebotsempfänger erforderlich war.<sup>25</sup>

Die UEK führte zunächst aus, dass es bei inländischen oder ausländischen öffentlich-rechtlichen Körperschaften wegen deren Zielsetzung nicht gerechtfertigt ist, bereits auf Grund einer Mehrheitsbeteiligung an einer Anbieterin auf ein Handeln in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEK zu schliessen. Öffentlich-rechtliche Körperschaften sind nämlich oft gesetzlich dazu verpflichtet, an bestimmten Gesellschaften eine Mehrheitsbeteiligung zu halten, ohne von ihrer Beherrschungsmöglichkeit Gebrauch zu machen.<sup>26</sup> Ein Handeln in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV ist laut UEK demnach in solchen Fällen erst anzunehmen, «wenn die öffentlich-rechtliche Körperschaft auf die Übernahme der Zielgesellschaft oder auf vorangegangene Entscheidungen tatsächlich Einfluss nimmt oder in allgemeiner Weise auf strategische Entscheidungen der Anbieterin einwirkt».<sup>27</sup>

In jenem Fall war die Regierung des Landes Liechtenstein bei der Entscheidungsfindung der LLB, ob und zu welchen Konditionen das Angebot unterbreitet wird, nicht einbezogen. Ebenso hatte sie bei diesbezüglichen Entscheidungen nicht mitgewirkt. Das Land Liechtenstein, das ferner über keine Vertreter im Verwaltungsrat der LLB verfügte, hatte zudem keinen direkten Einfluss auf das Angebot genommen.<sup>28</sup> Der Kaufrechtsvertrag zwischen dem Land Liechtenstein und LLB enthielt auch keine Unterstützungsrechte oder Mitwirkungspflichten des Landes Liechtenstein im Hinblick auf das Angebot der LLB.<sup>29</sup> Die Tatsache,

dass das Land Liechtenstein LLB-Aktien für LLB zur Verfügung stellte, die für die Erfüllung des Teiltauschangebots dienen könnten, liess ebenso «individuell für sich betrachtet auch kein Handeln in gemeinsamer Absprache des Landes Liechtenstein mit LLB i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV entstehen, zumal die Initiative dafür allein von LLB ausgegangen zu sein scheint und das Land Liechtenstein in die Entscheidungsfindung der LLB mit Blick auf das Angebot nicht einbezogen wurde».<sup>30</sup> Schliesslich kam auch ein unabhängiger Gutachter zum liechtensteinischen Recht zum Schluss, «dass das Land Liechtenstein nur indirekten Einfluss auf den Verwaltungsrat der LLB und dessen Tätigkeit nehmen kann, dies im Wesentlichen durch dessen Wahl und durch die Möglichkeit, Mitglieder dieses Verwaltungsrates abzu-berufen». Weisungsrechte habe das Land Liechtenstein gegenüber dem Verwaltungsrat der LLB nicht.<sup>31</sup> Da das Land Liechtenstein damit weder auf die angestrebte vollständige Übernahme der Bank Linth noch auf vorangegangene diesbezügliche Entscheidungen der LLB tatsächlich Einfluss genommen noch in allgemeiner Weise auf strategische Entscheidungen der LLB eingewirkt hatte, handelten das Land Liechtenstein und die von diesem direkt oder indirekt kontrollierten Gesellschaften nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV mit LLB im Hinblick auf deren Angebot an die Aktionäre der Bank Linth.<sup>32</sup>

Schliesslich stellte die UEK fest, dass die in der Transaktionsvereinbarung zwischen LLB und Bank Linth enthaltene Bestimmung unzulässig war, wonach im Fall eines Konkurrenzangebots der (unabhängige) Ausschuss des Verwaltungsrats der Bank Linth nur unter gewissen Umständen Verhandlungen mit einer Drittpartei führen durfte.<sup>33</sup> Die UEK führte hierzu aus, dass nach Art. 49 Abs. 1 UEV die Zielgesellschaft verpflichtet ist, alle Anbieter gleich zu behandeln. Diese Gleichbehandlungspflicht ergibt sich aus den allgemeinen Grundsätzen des Übernahmerechts und für den Fall konkurrierender Angebote aus der in Art. 133 Abs. 1 FinfraG statuierten Wahlfreiheit der Aktionäre. Diese Wahlfreiheit könnte nach An-

<sup>24</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Sachverhalt lit. H.

<sup>25</sup> Vgl. dazu im Einzelnen Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Sachverhalt lit. Q.

<sup>26</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 15.

<sup>27</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 16.

<sup>28</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 20.

<sup>29</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 21.

<sup>30</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 22.

<sup>31</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 26.

<sup>32</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 28 f. und Dispositiv Ziff. 2.

<sup>33</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Dispositiv Ziff. 3 und die Rn. 66–70.

sicht der UEK von der Zielgesellschaft beeinträchtigt werden, «wenn es ihr frei stünde, verschiedene Anbieter nach eigenem Gutdünken unterschiedlich zu behandeln». <sup>34</sup> Wenn sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft also verpflichtet, ein Angebot zu empfehlen, «so ist diese Verpflichtung nur so lange verbindlich, als kein konkurrierendes Angebot eine Neuurteilung erforderlich macht». Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss somit bei der Beurteilung von konkurrierenden Angeboten seine Pflichten gleichmässig wahren, indem er bspw. seine Bewertungsmaßstäbe einheitlich anwendet. <sup>35</sup> Angesichts dessen wurde die erwähnte Klausel in der Transaktionsvereinbarung als unzulässig angesehen. Laut UEK musste es im freien Ermessen des Verwaltungsrats der Bank Linth bleiben, wann ein allfälliges Drittangebot besser als das Angebot ist. Der Verwaltungsrat der Bank Linth musste dieses Ermessen «in Wahrung des Grundsatzes der Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern ausüben können». <sup>36</sup>

### 3. Angebot an die Aktionäre der Spice Private Equity AG

#### 3.1 Vorbemerkung

Die Verfügungen 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG* sowie 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG* stehen im Zusammenhang mit dem freiwilligen öffentlichen US-Dollar-Barangebot der GP Swiss Ltd., Zug (**GP Swiss** oder **Anbieterin**), an die Aktionäre der Spice Private Equity AG, Zug (**Spice** oder **Zielgesellschaft**; das **Übernahmeangebot**<sup>37</sup>), einer an der SIX Swiss Ex-

change (**SIX**) kotierten, im *Private Equity*-Bereich tätigen Investmentgesellschaft, deren Aktien<sup>38</sup> in der Handelswährung US-Dollar zu erheblichen Abschlägen gegenüber dem sog. *Net Asset Value* pro Aktie<sup>39</sup> gehandelt wurden.<sup>40</sup>

Die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen hielten im Vorfeld ihres Übernahmeangebots bereits 65,69% des Aktienkapitals und der Stimmrechte der Zielgesellschaft und hatten der UEK sowohl die Voranmeldung als auch den Angebotsprospekt vor deren Publikation zur Vorprüfung i.S.v. Art. 59 UEV unterbreitet, was zur Verfügung 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG* (Prüfung der Voranmeldung) und zur Verfügung 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG* (Prüfung des Angebotsprospekts) führte.

#### 3.2 Verfügung 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*

Im Rahmen der Verfügung 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG* mit Blick auf die Prüfung der Voranmeldung stellte die UEK im Wesentlichen fest, dass

- i. die Mindestinhalte einer Voranmeldung vorliegen (d.h. Nennung von Anbieterin und Zielgesellschaft, Gegenstand des Übernahmeangebots, Angebotspreis, Fristen des Übernahmeangebots, Bedingungen),<sup>41</sup>
- ii. die Bedingungen des Übernahmeangebots zulässig sind (Mindestandienungsquote, *no injunction* [keine Untersagungen oder Verbote])<sup>42</sup> und
- iii. ein US-Dollar-Barangebotspreis zulässig ist, weil die Aktien der Zielgesellschaft an der SIX in US-Dollar gehandelt werden und die Mindest-

<sup>34</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 67.

<sup>35</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 68.

<sup>36</sup> Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 69.

<sup>37</sup> Der Zweck des Übernahmeangebots wird im Angebotsprospekt wie folgt beschrieben: «Angesichts der hohen Nachfrage der Aktionäre bei den kürzlich durchgeführten Fixpreis-Aktienrückkaufprogrammen der Gesellschaft – trotz Abschlag beim Rückkaufpreis gegenüber dem *Net Asset Value* [...] – und in Anbetracht der Tatsache, dass (i) das Rückkaufvolumen jedes weiteren Rückkaufs aufgrund regulatorischer Beschränkungen geringer ausfallen würde, und (ii) jeder weitere Rückkauf den *Free Float* zusätzlich reduzieren und die Liquidität der verbleibenden Aktionäre entsprechend beeinträchtigen würde, währendem die weitere Börsenkotierung erhebliche Kosten verursacht, möchte die Anbieterin

[...] allen verbleibenden Aktionären der Gesellschaft die Möglichkeit bieten, Liquidität zu generieren und über dem aktuellen Marktpreis aus der Spice-Aktie auszusteigen.»

<sup>38</sup> Gemäss Angaben der SIX handelte es sich bei den Aktien nicht um liquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2.

<sup>39</sup> D.h. das Eigenkapital bzw. der innere Wert pro Aktie basierend auf den Marktwerten des Beteiligungs-Portfolios abzüglich der Schulden.

<sup>40</sup> Die Statuten der Spice enthielten ein vor der Kotierung der Aktien eingeführtes sog. ursprüngliches *Opting out*.

<sup>41</sup> Verfügung 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 5.

<sup>42</sup> Verfügung 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 16.

preisvorschriften auf das vorliegende Übernahmeangebot keine Anwendung finden, da die Anbieterin die Zielgesellschaft bereits im Vorfeld zum Übernahmeangebot kontrollierte und die Statuten der Zielgesellschaft zudem auch ein sog. ursprüngliches, also bereits vor der Kotierung der Aktien der Zielgesellschaft eingeführtes *Opting out* enthielten.<sup>43</sup>

Zudem stellte man mit Blick auf eine im Vorfeld des Übernahmeangebots von der Generalversammlung der Zielgesellschaft beschlossene Kapitalherabsetzung (Vernichtung von im Rahmen zweier Aktienrückkäufe zurückgekaufter eigener Aktien) fest, dass es sich hierbei nicht um eine unerlaubte Abwehrmassnahme<sup>44</sup> handelte.<sup>45</sup>

### 3.3 Verfügung 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*

Im Rahmen der Verfügung 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, welche die Prüfung des Angebotsprospekts inklusive des Berichts des Verwaltungsrats und der *Fairness Opinion* beinhaltete, gilt es, die folgenden Themenbereiche herauszustreichen:

- i. Mit Blick auf das Handeln in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin im Hinblick auf das Übernahmeangebot i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV wurde in genereller Hinsicht festgestellt, dass bei einer Beteiligung von über 50% der Stimmrechte stets von einer Beherrschung der Anbieterin auszugehen ist, die es dem entsprechenden Anteilseigner oder einer (stimmrechts-)verbundenen Gruppe von Anteilseignern ermöglicht, auf die Organe der Anbieterin direkt oder indirekt einen bestimmenden Einfluss auszuüben. Bei einer geringeren Beteiligung ist auf die Umstände des Einzelfalls (Höhe der prozentualen [Stimmrechts- oder Kapital-]Beteiligung; Einfluss auf den Verwaltungsrat etc.) abzustellen. Bei börsenkotierten Gesellschaften geht das schweizeri-

sche Übernahmerecht grundsätzlich davon aus, dass eine Beherrschung bereits ab 33⅓% möglich ist (vgl. Art. 135 Abs. 1 FinfraG). Vor diesem Hintergrund erachtete die UEK auch die beiden hinter der Anbieterin stehenden wirtschaftlich berechtigten natürlichen Personen<sup>46</sup> als in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnd.<sup>47</sup>

- ii. Was den Bericht des Verwaltungsrats anbelangt, so galt es, Fragen zu dessen Unabhängigkeit (Stichwort Negativbestätigung etc.) zu beantworten, wobei es aber auch im vorliegenden Fall (nebst einem Ausschuss und dem Ausstand bestimmter Verwaltungsratsmitglieder) eine *Fairness Opinion* gab, um zu vermeiden, dass sich allfällige Interessenkonflikte negativ auf die Angebotsempfänger auswirken.<sup>48</sup>
- iii. Zuletzt akzeptierte die UEK auch den Illiquiditätsabschlag von 10% bzw. 20%, der im Rahmen der vorgelegten *Fairness Opinion* vorgenommen wurde, da die Anbieterin die Zielgesellschaft zum einen bereits im Vorfeld des Übernahmeangebots kontrollierte und zum anderen die Aktien der Zielgesellschaft nicht liquid waren.<sup>49</sup>

## 4. Angebot an die Aktionäre der *Bobst Group SA*

### 4.1 Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*

Am 4. Juli 2022 reichte JBF Finance SA (**JBF**) bei der UEK ein Gesuch um Prüfung rechtlicher Vorfragen im Hinblick auf ihr geplantes öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden, an der SIX kotierten Namenaktien der *Bobst Group SA* (**Bobst**) ein. JBF hielt 53,42% der Namenaktien von *Bobst*.

Mit Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA* stellte die UEK zunächst fest, dass die *Opting out*-Klausel, die am 14. Juni 2001 bei der Gründung der *Bobst* in ihren Statuten eingeführt worden war, d.h. formell vor der Kotierung der Aktien

<sup>43</sup> Verfügung 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 17 ff.

<sup>44</sup> D.h. weder eine sog. gesetzwidrige (Art. 36 UEV i.V.m. Art. 132 Abs. 2 FinfraG) noch eine sog. unzulässige Abwehrmassnahme (Art. 37 UEV i.V.m. Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG).

<sup>45</sup> Verfügung 816/01 vom 30. Mai 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 24 ff.

<sup>46</sup> Fersen Lambranhö und Antonio Bonchristiano.

<sup>47</sup> Verfügung 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 6 ff., insbesondere Rn. 11.

<sup>48</sup> Verfügung 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 24 ff.

<sup>49</sup> Verfügung 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 41 ff., insbesondere Rn. 44.

der Bobst an der SIX<sup>50</sup>, gemäss Art. 125 Abs. 3 FinfraG übernahmerechtlich gültig und wirksam war.<sup>51</sup>

Anschliessend prüfte die UEK, ob die 62 Aktionäre der JBF<sup>52</sup> in gemeinsamer Absprache mit JBF im Falle eines öffentlichen Kaufangebots auf die Namenaktien der Bobst handeln würden.<sup>53</sup> Für Personen, die im Hinblick auf ein Angebot in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe mit der Anbieterin handeln, gilt Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA nach Art. 11 Abs. 1 UEV sinngemäss. Gemäss Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA handelt in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren abstimmt. Gemäss ständiger Praxis der UEK handeln Personen im Hinblick auf ein Angebot in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV, die ihr Verhalten hinsichtlich des Unterbreitens eines öffentlichen Kaufangebots und dessen Bedingungen koordiniert und sich über das Angebot und dessen Bedingungen geeinigt haben.<sup>54</sup> Zudem handeln die kontrollierenden Aktionäre des Anbieters in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV. Bei einer Beteiligung von über 50% der Stimmrechte ist dabei von einer Beherrschung des Anbieters auszugehen.<sup>55</sup> Bei einer geringeren Beteiligung gilt Folgendes: *«[I]l faut examiner dans quelle mesure il est possible à un actionnaire ou à plusieurs actionnaires agissant ensemble d'exercer une influence déterminante sur les organes dirigeants de l'offrant [...]. Les circonstances du cas d'espèce sont à cet égard déterminantes (notamment, pourcentage de la participation dans la société et capacité d'influer sur les décisions du conseil d'administration de nature ou d'importance stratégique pour l'offre, ses modalités ou ses conditions).»*<sup>56</sup>

Vorliegend fand die UEK, dass kein Aktionär von JBF einzeln, gemeinsam oder innerhalb einer Untergruppe der die JBF kontrollierenden Familie eine beherrschende Beteiligung an JBF hatte oder direkt oder indirekt auf die Organe von JBF einen bestimmenden Einfluss ausüben konnte.<sup>57</sup> Insbesondere enthielt der zwischen den 62 Aktionären von JBF abgeschlossene Aktionärsbindungsvertrag keine Mehrheitsregeln, Vetorechte oder ähnlichen Klauseln, die auf einen bestimmenden Einfluss im Verwaltungsrat von JBF hindeuteten.<sup>58</sup> Die UEK hielt daher fest, dass die Aktionäre von JBF mit JBF nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV im Falle eines öffentlichen Kaufangebots handelten.<sup>59</sup>

Die UEK stellte jedoch fest, dass der Verwaltungsratspräsident von JBF, der gleichzeitig Verwaltungsratsvizepräsident von Bobst war, sowie der Verwaltungsratspräsident von Bobst, der gleichzeitig als Verwaltungsratsmitglied von JBF tätig war, gemäss Praxis der UEK mit JBF in gemeinsamer Absprache im Falle eines öffentlichen Kaufangebots i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV handelten.<sup>60</sup>

Ausserdem prüfte die UEK, ob die Voraussetzungen für eine Verkürzung der Angebotsfrist erfüllt waren.<sup>61</sup> Gemäss Art. 14 Abs. 3 UEV muss das Angebot mindestens 20 Börsentage offen bleiben. Diese Frist kann auf Gesuch des Anbieters bis auf zehn Börsentage verkürzt werden, wenn der Anbieter vor der Veröffentlichung des Angebots die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft besitzt und der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft im Angebotsprospekt veröffentlicht wird. Die UEK stellte in diesem Zusammenhang fest, dass die Angebotsfrist auf 10 Börsentage verkürzt werden konnte, soweit JBF ihre Mehrheitsbeteiligung bis zur Publikation des geplanten öffentlichen Kaufangebots behielt und der Bericht des Verwaltungsrats von Bobst im Angebotsprospekt veröffentlicht wurde.<sup>62</sup>

<sup>50</sup> Damals SWX Swiss Exchange.

<sup>51</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 7–9 sowie Dispositiv Ziff. 1.

<sup>52</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Sachverhalt lit. C.

<sup>53</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 10 ff.

<sup>54</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 13.

<sup>55</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 14.

<sup>56</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 14.

<sup>57</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 16 ff.

<sup>58</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 18.

<sup>59</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 23 sowie Dispositiv Ziff. 2.

<sup>60</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 15 und 21 f. sowie Dispositiv Ziff. 3.

<sup>61</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 24 f.

<sup>62</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 25 sowie Dispositiv Ziff. 4.



Schliesslich entschied die UEK, dass die in dieser Verfügung getroffenen Feststellungen nur im Rahmen des geplanten öffentlichen Kaufangebots Wirkungen entfalteteten,<sup>63</sup> um zu vermeiden, dass sie in einem anderen Zusammenhang verwendet werden, namentlich falls das geplante öffentliche Kaufangebot nicht unterbreitet werden sollte.

#### 4.2 Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*

Am 23. Juli 2022 schloss JBF eine Transaktionsvereinbarung bezüglich des geplanten öffentlichen Kaufangebots mit Bobst ab.<sup>64</sup> Die Voranmeldung dieses Angebots wurde am 25. Juli 2022 veröffentlicht.<sup>65</sup>

Mit Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA* hielt die UEK fest, dass das öffentliche Kaufangebot der JBF an die Aktionäre von Bobst den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entsprach.<sup>66</sup> Sie stellte zunächst fest, dass das Kaufangebot der JBF aufgrund der statutarischen Opting out-Klausel als freiwilliges Angebot zu qualifizieren war und dass der Angebotspreis gemäss Art. 9 Abs. 5 und Abs. 6 *e contrario* UEV frei bestimmt werden konnte.<sup>67</sup> Die UEK fand zudem, dass keine geldwertigen Nebenleistungen vorlagen, welche die *Best Price Rule* gemäss Art. 10 Abs. 1 UEV tangieren konnten.<sup>68</sup>

Zudem waren die Bestimmungen über den Bericht des Verwaltungsrats von Bobst eingehalten.<sup>69</sup> Nach Art. 32 Abs. 1 UEV muss der Bericht auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrats oder der obersten Geschäftsleitung hinweisen. Diesbezüglich sei erwähnt, dass der Umstand, dass der Verwaltungsratspräsident von JBF und ein Verwaltungsratsmitglied von JBF beide auch im Verwaltungsrat von Bobst sassen, einen Interessenkon-

flikt begründete. In diesem Fall lag nur bei zwei von fünf Mitgliedern des Verwaltungsrats von Bobst ein Interessenkonflikt vor. Ein Ausschuss bestehend aus den drei unabhängigen Mitgliedern wurde gebildet, der eine *Fairness Opinion* zur Prüfung der finanziellen Angemessenheit des Kaufangebots bei KPMG AG einholte. Der Ausschuss des Verwaltungsrats von Bobst beschrieb in seinem Bericht das vorliegende Angebot und empfahl dieses zur Annahme.<sup>70</sup> Die UEK war der Auffassung, dass die *Fairness Opinion* von KPMG AG transparent, plausibel und nachvollziehbar und im Einklang mit Art. 30 Abs. 5 UEV war.<sup>71</sup>

#### 5. Angebot an die Aktionäre der *Valora Holding AG* – Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*

Mit Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG (Valora)* stellte die UEK fest, dass das öffentliche Kaufangebot von Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. de C.V. (**Anbieterin**) an die Aktionäre von Valora den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entsprach.<sup>72</sup>

Am 4. Juli 2022 hatten Femsa und Valora eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen (**Transaktionsvereinbarung**), gemäss welcher sich Femsa verpflichtete, selbst oder durch eine ihrer Tochtergesellschaften ein öffentliches Kaufangebot i.S.v. Art. 125 ff. FinfraG an die Aktionäre von Valora (**Angebot**) zu unterbreiten. Der Verwaltungsrat von Valora hatte dabei unter anderem beschlossen, das Angebot den Aktionären von Valora zur Annahme zu empfehlen.<sup>73</sup>

Am 5. Juli 2022 veröffentlichte Femsa eine Voranmeldung für das Angebot zu einem Angebotspreis von CHF 260.00 für jede Valora-Aktie.<sup>74</sup>

Mit Blick auf das Handeln in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV hielt die UEK zunächst fest, dass «*bei einer Beteiligung von mehr als 50% der Stimmrechte stets von einer Beherrschung des Anbieters auszugehen [ist], die es dem entsprechenden*

<sup>63</sup> Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 30 sowie Dispositiv Ziff. 8.

<sup>64</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Sachverhalt lit. F.

<sup>65</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Sachverhalt lit. G.

<sup>66</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Dispositiv Ziff. 1.

<sup>67</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 6 ff.

<sup>68</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 15 ff.

<sup>69</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 24 ff.

<sup>70</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 32.

<sup>71</sup> Verfügung 822/02 vom 2. September 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 37.

<sup>72</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Dispositiv Ziff. 1.

<sup>73</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Sachverhalt lit. I.

<sup>74</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Sachverhalt lit. K.

Inhaber dieser Stimmrechte oder einer (stimmrechts-) verbundenen Gruppe von Inhabern dieser Stimmrechte ermöglicht, direkt oder indirekt auf die Organe des Anbieters einen bestimmenden Einfluss auszuüben». Wenn diese Beteiligung niedriger ist, muss dagegen «auf die Umstände des Einzelfalls wie bspw. auf die Höhe der prozentualen Stimmrechts- oder Kapital-Beteiligung oder auf den Einfluss im Verwaltungsrat» abgestellt werden.<sup>75</sup> Der Voting Trust, der über den Trustee 74.86% der Series B Shares an Femsa hielt, handelte damit «in gemeinsamer Absprache mit Femsa i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV, da er Femsa mit dieser Beteiligung beherrscht».<sup>76</sup> Auch die den Voting Trust beherrschende Untergruppe 1-Voting Trust handelte demnach in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV, nicht jedoch die einzelnen Trust Participants.<sup>77</sup>

Die bestehenden Mitarbeiterbeteiligungspläne von Valora wurden sodann im Hinblick auf das Angebot angepasst. Da Valora in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelte, galten «gemäss Praxis der UEK allfällige an Mitarbeiter ausgerichtete Beteiligungspapiere und -derivate materiell als vom Angebot erfasst». Der Grundsatz der Gleichbehandlung und die Best Price Rule waren daher grundsätzlich auf die Anpassungen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen anwendbar.<sup>78</sup>

In diesem Fall fiel die Aufhebung von Sperrfristen für an Mitarbeiter zugeteilte Valora-Aktien nicht in den Anwendungsbereich der Best Price Rule, da es sich dabei nicht um einen Erwerb i.S.v. Art. 10 Abs. 1 UEV handelte. Auch die teilweise Umrechnung der ausstehenden Vergütung in Valora-Aktien zum Angebotspreis verletzte die Best Price Rule nicht.<sup>79</sup>

Weiter hielt die UEK fest, dass es sich «bloss um die Abgeltung eines Anspruches auf eine Geldzahlung» handelt, falls «Cash Awards als Folge eines Übernahmearbeitungs oder eines Kontrollwechsels vorzeitig abgegolten werden». Dieser Vorgang unterstehe nicht der Best

Price Rule, «zumal es an einem relevanten Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft fehlt».<sup>80</sup>

Ferner fiel auch die Aufhebung oder Beschleunigung von Sperrfristen nicht in den Anwendungsbereich der Best Price Rule, da kein Erwerb i.S.v. Art. 10 Abs. 1 UEV vorlag.<sup>81</sup> Ebenso wenig verletzte eine Beschleunigung der Vesting-Perioden mit Bezug auf Awards (PSUs) den Grundsatz der Gleichbehandlung und namentlich die Best Price Rule.<sup>82</sup>

Mit Blick auf den Long Term Incentive Plan (LTIP) hatte die Prüfstelle auf Nachfrage der UEK hin verschiedene Prüfschritte unternommen.<sup>83</sup> Daraufhin bestätigte die Prüfstelle, dass die Best Price Rule bis zur Publikation des Angebotsprospekts eingehalten war.<sup>84</sup> Die UEK stellt vor diesem Hintergrund fest, «dass die Berechnung der Barabgeltung den Vorgaben des LTIP entspricht und damit im Einklang mit der Best Price Rule erfolgt ist».<sup>85</sup>

Ferner entsprach auch die beabsichtigte Umwandlung von Ansprüchen auf die Lieferung von Aktien (aus Awards) in Ansprüche auf eine Barauszahlung des entsprechenden Angebotspreises am Vollzugstag des Angebots dem Gleichbehandlungsgebot und der Best Price Rule.<sup>86</sup>

Abschliessend konnte auch die Einführung eines Retention Plan «nicht als eine Umgehung der Best Price Rule angesehen werden». Die Teilnahme an diesem Retention Plan war nämlich nicht davon abhängig, ob der Berechtigte Valora-Aktien hält und ins Angebot andient. Damit schaffte der Retention Plan «für die Berechtigten grundsätzlich keinen zusätzlichen Anreiz, ihre Valora Aktien – sofern sie solche halten – ins Angebot anzudienen, was andernfalls als (versteckte) Nebenleistung zum Angebotspreis interpretiert werden könnte».<sup>87</sup>

<sup>75</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 9.

<sup>76</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 11.

<sup>77</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 12–15.

<sup>78</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 29.

<sup>79</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 33.

<sup>80</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 35.

<sup>81</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 36.

<sup>82</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 44.

<sup>83</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 46.

<sup>84</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 47.

<sup>85</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 48.

<sup>86</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 49.

<sup>87</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, Rn. 51.

Im Übrigen waren die Bestimmungen über den Mindestpreis<sup>88</sup> und betreffend die Bedingungen des Angebots<sup>89</sup> eingehalten. Auch der Bericht des Verwaltungsrats von Valora<sup>90</sup> und die *Fairness Opinion* von IFBC AG<sup>91</sup> gaben keinen Anlass zu besonderen Feststellungen seitens der UEK.

Abschliessend sei erwähnt, dass Femsa mit Blick auf deren Aktionäre eine Ausnahme von Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV dahingehend gewährt wurde, «*dass die Identität von Aktionären oder Aktionärsgruppen sowie der Prozentsatz ihrer Beteiligung im Angebotsprospekt erst ab der Schwelle von 5% oder mehr der Stimmrechte an Femsa offen zu legen sind.*»<sup>92</sup>

## II. Nichtbestehen der Angebotspflicht und Ausnahmen von der Angebotspflicht

### 1. Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*

Mit Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG (Santhera)* gewährte die UEK Santhera, Santhera Pharmaceuticals (Schweiz) AG (*Santhera Schweiz*, gemeinsam mit Santhera die *Gesuchstellerinnen*) und allfälligen mit den Gesuchstellerinnen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen eine Ausnahme von der Angebotspflicht, die als Folge des Erwerbs von Aktien von den Gesuchstellerinnen und/oder von weiteren von Santhera beherrschten Personen im Zusammenhang mit der an der ausserordentlichen Generalversammlung vom 15. Dezember 2021 beschlossenen ordentlichen Kapitalerhöhung entstehen würde.<sup>93</sup> Diese Ausnahme von der Angebotspflicht wurde unter der Bedingung gewährt, dass die Eintragung der neu

geschaffenen Aktien von Santhera am 14. März 2022 im Handelsregister erfolgte.<sup>94</sup>

Am 15. Dezember 2021 beschloss die besagte ausserordentliche Generalversammlung von Santhera (**a.o. GV**) eine ordentliche Kapitalerhöhung, bei der die Bezugsrechte der Aktionäre ausgeschlossen wurden. Gleichzeitig beschloss die a.o. GV u.a. auch, das genehmigte und das bedingte Kapital aufzustocken.<sup>95</sup> Santhera Schweiz wollte die neu zu schaffenden Aktien aus dem bestehenden genehmigten Kapital unter Ausschluss der Bezugsrechte der bestehenden Aktionäre zum Nennwert zeichnen und umgehend nach Vollzug der Kapitalerhöhung an Santhera zurückverkaufen.<sup>96</sup> Nach Vollzug dieser Kapitalerhöhung hätte die gesamte Anzahl eigener Santhera-Aktien voraussichtlich 37,39% der vor der ordentlichen Kapitalerhöhung als Aktienkapital im Handelsregister eingetragenen Santhera-Aktien und 29,53% der nach der Kapitalerhöhung im Handelsregister als Aktienkapital eingetragenen Santhera-Aktien betragen.<sup>97</sup>

Das beschriebene Vorgehen hätte dazu geführt, «*dass vorübergehend und in einem technischen Sinn die angebotspflichtige Schwelle gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG überschritten wird.*»<sup>98</sup> Damit wäre grundsätzlich eine Angebotspflicht für die Gesuchstellerinnen und/oder für die weiteren von Santhera beherrschten Personen i.S.v. Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG für alle kotierten Santhera-Aktien entstanden.<sup>99</sup>

Die Gesuchstellerinnen konnten jedoch schlüssig darlegen, dass es sich «*lediglich um eine vorübergehende Überschreitung der angebotspflichtigen Schwelle handeln wird.*»<sup>100</sup> Damit wurde den Gesuchstellerinnen und/oder weiteren von Santhera beherrschten Personen unter den bereits oben erwähnten Bedin-

<sup>88</sup> Vgl. Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Rn. 20–26.

<sup>89</sup> Vgl. Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Rn. 53–63.

<sup>90</sup> Vgl. Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Rn. 69–73.

<sup>91</sup> Vgl. Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Rn. 74–76.

<sup>92</sup> Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen *Valora Holding AG*, Rn. 66.

<sup>93</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Dispositiv Ziff. 1, Satz 1.

<sup>94</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Dispositiv Ziff. 1, Satz 2.

<sup>95</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Sachverhalt lit. C.

<sup>96</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Sachverhalt lit. D.

<sup>97</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Sachverhalt lit. E.

<sup>98</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Rn. 8.

<sup>99</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Rn. 8.

<sup>100</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Rn. 13.

gungen eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt.<sup>101</sup>

## 2. Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*

In ihrer Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG (MCH Group)* stellte die UEK zunächst fest, dass durch die Durchführung der darin beschriebenen Transaktion weder Lupa Investment Holdings, LP noch Lupa Systems LLC (beide gemeinsam **Lupa**) noch der Kanton Basel-Stadt noch die MCH Group im Hinblick auf die Beherrschung der MCH Group in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA handelten. Ferner wurde festgestellt, dass die Durchführung dieser Transaktion keine Angebotspflicht i.S.v. Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG für Lupa, den Kanton Basel-Stadt oder die MCH Group, gemeinsam oder je einzeln, in Bezug auf die kotierten Beteiligungspapiere der MCH Group auslöste.<sup>102</sup> Sodann gewährte die UEK dem Kanton Basel-Stadt im Zusammenhang mit dieser Transaktion eine Sanierungsausnahme ohne Auflagen von der Angebotspflicht gemäss Art. 136 Abs. 1 lit. e FinfraG.<sup>103</sup>

Schon in ihrer Verfügung 765/01 vom 13. Juli 2020 in Sachen *MCH Group AG*<sup>104</sup> sowie in ihrer Verfügung 765/02 vom 20. August 2020 in Sachen *MCH Group AG*<sup>105</sup> hatte die UEK verneint, dass eine Angebotspflicht mit Blick auf die MCH Group entstand. Das neu zu prüfende *Relationship Agreement* vom 26. November 2020 wurde nach Auffassung der UEK nicht wesentlich genug gegenüber dem ursprünglichen *Relationship Agreement* vom 9. Juli 2020 geändert, «um eine Angebotspflicht des Kantons Basel-Stadt und von Lupa gestützt auf Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG anzunehmen».<sup>106</sup> Ebenso wurde verneint, dass das geänderte *Relationship Agreement* vom 26. November

2020 eine angebotspflichtige Gruppe bestehend aus der MCH Group, Lupa und dem Kanton Basel-Stadt entstehen liess, zumal diesen eine Absicht fehlte, «die MCH Group gemeinsam i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA zu beherrschen».<sup>107</sup> Die Frage, ob die MCH Group als Zielgesellschaft überhaupt Teil einer angebotspflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA sein konnte, wurde dabei weiterhin offen gelassen.<sup>108</sup>

Schliesslich lag auch im damals geschilderten, auf der Grundlage von zwei separaten *Commitment Agreements*<sup>109</sup> geplanten Vorgehen im Rahmen der Transaktion keine Absprache zwischen Lupa, dem Kanton Basel-Stadt und/oder der MCH Group, «welche als ein Handeln in gemeinsamer Absprache im Hinblick auf die Beherrschung i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA mit Blick auf die MCH Group qualifizieren würde».<sup>110</sup> Somit konnte die eingangs erwähnte Feststellung erfolgen, dass keine «Angebotspflicht i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG mit Blick auf die kotierten Beteiligungspapiere der MCH Group» ausgelöst wurde.<sup>111</sup>

Erstmals seit dem Erlass des UEK-Rundschreiben Nr. 5: Sanierungsausnahme/Sanierungskonzept der Zielgesellschaft vom 2. September 2020 (**UEK-RS Nr. 5**) musste die UEK in diesem Fall ein Gesuch um eine Sanierungsausnahme i.S.v. Art. 136 Abs. 1 lit. c FinfraG prüfen. Lupa, der Kanton Basel-Stadt und die MCH Group (gemeinsam die **Gesuchsteller**) hatten weitreichende Ausführungen mit Blick auf die gemäss dem UEK-RS Nr. 5 erforderlichen Unterlagen gemacht.<sup>112</sup> Die dort beschriebenen Umstände belegten zunächst, «dass bei der MCH Group aus betriebswirtschaftlicher Sicht ein Sanierungsbedarf besteht». Die Voraussetzung des Sanierungsbedarfs war damit erfüllt.<sup>113</sup>

Sodann wurde die geplante Kapitalerhöhung der MCH Group als geeignet angesehen, um «der MCH

<sup>101</sup> Verfügung 810/01 vom 8. März 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Rn. 13 f.

<sup>102</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Dispositiv Ziff. 1.

<sup>103</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Dispositiv Ziff. 2.

<sup>104</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 10.

<sup>105</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 11.

<sup>106</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 12 sowie die Rn. 13–15 für die Subsumption.

<sup>107</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 17.

<sup>108</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 17.

<sup>109</sup> Vgl. dazu Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 17 sowie Sachverhalt lit. I.

<sup>110</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 18.

<sup>111</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 20.

<sup>112</sup> Vgl. Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 27–50.

<sup>113</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 54.

Group die benötigten flüssigen Mittel zuzuführen und ihre Eigenkapitalquote zu verbessern». Die Durchführung der Transaktion war gemäss der UEK «geeignet, die finanzielle Situation der MCH Group zu verbessern». Auch die Voraussetzung der Sanierungseignung war gegeben.<sup>114</sup>

Mit Blick auf die Voraussetzung der Subsidiarität der Sanierungsausnahme führte anschliessend die UEK aus, dass eine solche Ausnahme von der Angebotspflicht nach ihrem Sinn und Zweck (erst) in einer Situation gewährt werden sollte, «in welcher sich ohne eine solche Ausnahme kaum ein Investor finden liesse». Auch wenn in der Theorie andere Möglichkeiten bestehen, reicht es doch aus, «dass die im konkreten Einzelfall vorgeschlagene Vorgehensweise aus heutiger Sicht als die erfolgsversprechendste und realistischste Option erscheint».<sup>115</sup> Der Verwaltungsrat und die Konzernleitung der MCH Group hatten ihrerseits bereits verschiedene Massnahmen geprüft, um die MCH Group zu sanieren.<sup>116</sup> Angesichts der soeben beschriebenen Praxis zur Sanierungsausnahme konnte die UEK «nicht verlangen, dass die MCH Group zuerst Betriebsteile veräussert oder dies zumindest erfolglos versucht».<sup>117</sup> Weiter kam hinzu, «dass der Erlös aus einem Verkauf der Messeimmobilien oder anderer Betriebsteile der MCH Group pandemiebedingt sehr tief sein dürfte». Auch ein beschleunigter Verkaufsprozess würde mehrere Monate dauern und «wäre mit der Unsicherheit verbunden, ob sich überhaupt ein Käufer findet und ob dieser bereit wäre, einen für die MCH Group vertretbaren Preis zu bezahlen».<sup>118</sup> Auch von Bedeutung war die Tatsache, dass den Publikumsaktionären der MCH Group die Bezugsrechte gewährt werden sollten. Diese könnten also an der geplanten Kapitalerhöhung teilnehmen, was die Gesuchsteller auch wünschten.<sup>119</sup> Mithin hing es letztlich «vom Vorgehen der Publikumsaktionäre ab, ob und inwieweit der Kanton Basel-Stadt die Schwelle von 33 ⅓% der Stimmrechte an

der MCH Group überschreiten wird».<sup>120</sup> Folglich konnte die UEK feststellen, «dass die Voraussetzung der Subsidiarität der gewählten Sanierungsmassnahme im vorliegenden Fall erfüllt ist».<sup>121</sup>

Schliesslich erschien es «weder als im Sinne der Verhältnismässigkeit angebracht noch als nötig, um unangemessene Ergebnisse zu vermeiden, die Sanierungsausnahme mit einer Auflage i.S.v. Art. 41 Abs. 3 FinfraV-FINMA zu gewähren». Deshalb gewährte die UEK die Sanierungsausnahme ohne eine Auflage i.S.v. Art. 41 Abs. 3 FinfraV-FINMA.<sup>122</sup>

### 3. Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen Dufry AG

Den Hintergrund für die Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen Dufry AG bildete der Erwerb einer indirekten<sup>123</sup> Mehrheitsbeteiligung in der Höhe von 50,3% an der italienischen Gesellschaft Autogrill SpA, Novara, den die an der SIX kotierte Dufry AG, Basel, Schweiz, von der italienischen Gesellschaft Edizione SpA, Treviso, erworben hatte. Als Gegenleistung für die Mehrheitsbeteiligung an Autogrill SpA erhielt Edizione SpA von Dufry AG sog. *Mandatory Convertible Notes* (d.h. in Aktien der Dufry AG wandelbare Wandelanleihen).<sup>124</sup>

Da Edizione SpA bei der Wandlung dieser Wandelanleihen in Aktien der Dufry AG die angebotspflichtige Schwelle von 33 ⅓% der Stimmrechte an Dufry AG vorübergehend und in einem rein technischen Sinn (bis zur Nachführung des Aktienkapitals von Dufry AG im Handelsregister) überschreiten würde, hatte Edizione SpA die UEK um eine Ausnahme von der Angebotspflicht wegen vorübergehender Überschreitung i.S.v. Art. 136 Abs. 1 lit. c FinfraG ersucht.<sup>125</sup>

Mit der Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen Dufry AG gewährte die UEK den Gesuchstel-

<sup>114</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 56.

<sup>115</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 57.

<sup>116</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 58 m.w.H.

<sup>117</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 59.

<sup>118</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 60.

<sup>119</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 61.

<sup>120</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 62.

<sup>121</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 63.

<sup>122</sup> Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen MCH Group AG, Rn. 67.

<sup>123</sup> Gehalten über die 100%ige Tochtergesellschaft Schema Beta S.p.A., Treviso, Italien.

<sup>124</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen Dufry AG, Sachverhalt lit. C und lit. D.

<sup>125</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen Dufry AG, Sachverhalt lit. E.

lerinnen<sup>126</sup> diese Ausnahme und knüpfte sie an die in dieser Hinsicht üblichen Voraussetzungen:<sup>127</sup>

- Eintragung der im Rahmen der Wandlung der Wandelanleihen neu geschaffenen Aktien der Dufry AG im Handelsregister innerhalb einer Frist von drei Monaten nach Überschreitung der angebotspflichtigen Schwelle resultierend aus der Wandlung der Wandelanleihen in Aktien der Dufry AG.<sup>128</sup>
- Kein wesentlicher Einfluss auf die Zielgesellschaft während der vorübergehenden Überschreitung der angebotspflichtigen Schwelle durch Edizione SpA.<sup>129</sup>

Ausserdem wurden im Rahmen der Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG* mangels aktuellen Feststellungsinteresses zwei Anträge abgewiesen:<sup>130</sup>

- Zum einen handelte es sich hierbei um den Antrag der Gesuchstellerinnen, dass die Ausnahme wegen vorübergehender Überschreitung auch für allfällige Dritterwerber der Wandelanleihen gewährt werden sollte, wobei zur Zeit der Gesuchseinreichung noch unklar war, ob es solche Dritterwerber geben würde.<sup>131</sup>
- Zum anderen ging es um den Antrag der Gesuchstellerinnen, wonach allfälligen qualifizierten Aktionären, welche gegebenenfalls dem Verfahren als Partei beitreten würden, nur eine geschwärzte Version eines bei der UEK eingereichten Vertrags zugänglich gemacht werden solle.<sup>132</sup>

#### 4. Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*

Den Hintergrund für die Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*

bildete eine Kapitalerhöhung der *Addex Therapeutics Ltd.*, über welche neue Aktien geschaffen werden sollten, um auf die erwartete Nachfrage von Investoren reagieren zu können, welche u.a. vorfinanzierte Optionen auf Aktien der *Addex Therapeutics Ltd.* hielten.<sup>133</sup>

Die im Rahmen der Kapitalerhöhung neu geschaffenen Aktien sollten von der 100%-Tochter der *Addex Therapeutics Ltd.*, d.h. von der *Addex Pharma SA*, gezeichnet und am Tag der Kapitalerhöhung per *Hyper-Express-Verfahren* im Handelsregister eingetragen werden.

Mit Vollzug der Kapitalerhöhung würde die 100%-Tochter *Addex Pharma SA* bis zur Weiterveräusserung der Aktien der *Addex Therapeutics Ltd.* über 49,71% der Stimmrechte an der Mutter- und Zielgesellschaft *Addex Therapeutics Ltd.* verfügen.

Die UEK gewährte der gesuchstellenden *Addex Pharma SA*<sup>134</sup> eine Ausnahme von der Angebotspflicht wegen vorübergehender Überschreitung der angebotspflichtigen Schwelle i.S.v. Art. 136 Abs. 1 lit. c FinfraG für eine Dauer von maximal sieben Monaten, d.h. vom Zeitpunkt der Kapitalerhöhung bis zum 31. März 2023, wobei dieser 31. März 2023 gemäss den Angaben der Gesuchstellerin der Zeitpunkt ist, bis zu dem die Aktien weiterveräussert sein müssen, damit die *Addex-Gruppe* weiterhin liquide bleibt. Die auf maximal sieben Monate verlängerte Frist sollte sicherstellen, dass *Addex Pharma SA* die Aktien zu den bestmöglichen Bedingungen weiterveräussern konnte.<sup>135</sup>

Die Ausnahme wegen vorübergehender Überschreitung wurde des Weiteren auch an die für solche Fälle übliche Voraussetzung geknüpft, dass während der vorübergehenden Überschreitung kein Einfluss auf die Zielgesellschaft genommen wird,<sup>136</sup> wobei im vorliegenden Fall eine solche Einflussnahme aufgrund der Art. 659a und 659b OR ohnehin nicht möglich gewesen wäre.<sup>137</sup>

<sup>126</sup> Edizione SpA und Schema Beta S.p.A.

<sup>127</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG*, Rn. 14 ff.

<sup>128</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG*, Rn. 15.

<sup>129</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG*, Rn. 19.

<sup>130</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG*, Rn. 22 ff. und Rn. 26 ff.

<sup>131</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG*, Rn. 22 ff.

<sup>132</sup> Verfügung 827/01 vom 17. August 2022 in Sachen *Dufry AG*, Rn. 26 ff.

<sup>133</sup> Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Sachverhalt lit. E, letzter Abschnitt.

<sup>134</sup> Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Sachverhalt lit. C.

<sup>135</sup> Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Rn. 12.

<sup>136</sup> Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Rn. 15.

<sup>137</sup> Gemäss den erwähnten Artikeln sind Aktien, die von einer Mehrheitlich von der Muttergesellschaft gehaltenen Tochtergesellschaft erworben werden, sog. eigene Aktien,

## 5. Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*

Am 24. Oktober 2022 erstatteten die Vertreter eines Bankenkonsortiums<sup>138</sup> der UEK schriftlich Meldung, dass sie im Hinblick auf die Festübernahme der anlässlich einer geplanten Kapitalerhöhung der Credit Suisse Group AG, Zürich, Schweiz (**Credit Suisse** oder **Zielgesellschaft**),<sup>139</sup> neu geschaffenen Aktien von der Ausnahme von der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots gemäss Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraV-FINMA<sup>140</sup> (sog. Festübernahme-Ausnahme) Gebrauch machen möchten.

Auf die erwähnte Meldung hin stellte die UEK am 25. Oktober 2022 einen für solche Fälle üblichen sog. *No Action Letter* aus, in welchem sie den Vertretern des Bankenkonsortiums im Wesentlichen mitteilte, dass sie darauf verzichte, ein Verwaltungsverfahren i.S.v. Art. 40 Abs. 2 FinfraV-FINMA zu eröffnen.

Mittels Eingabe vom 8. November 2022 beantragten die Vertreter des Bankenkonsortiums bei der UEK mit Blick auf die geplante Kapitalerhöhung sodann u.a., dass die Frist gemäss Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraV-FINMA (innerhalb welcher die neu geschaffenen Aktien der Credit Suisse, die von den Mitgliedern des Bankenkonsortiums im Rahmen der Kapitalerhö-

hung fest übernommen werden, unter den Grenzwert gemäss Art. 135 FinfraG reduziert werden müssen) von drei Monaten auf sechs Monate (Art. 40 Abs. 3 FinfraV-FINMA) zu verlängern sei.<sup>141</sup>

Im Rahmen der Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG* stellte die UEK fest, dass bei einer Kapitalerhöhung von deutlich mehr als 50% nicht mehr davon ausgegangen werden könne, dass eine Frist von drei Monaten zur Wiederveräusserung festübernommener Aktien ausreiche.<sup>142</sup> Vor dem Hintergrund, dass das Ausmass der geplanten Kapitalerhöhung der Credit Suisse maximal 67% betragen könne, sowie angesichts der generell unsicheren Marktlage<sup>143</sup> gewährte die UEK dem Bankenkonsortium im Zusammenhang mit der geplanten Kapitalerhöhung der Credit Suisse eine Ausnahme von der Angebotspflicht unter der Voraussetzung, dass die den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte an Credit Suisse übersteigende Anzahl von Namenaktien der Credit Suisse innerhalb von sechs Monaten ab Überschreitung des Grenzwerts wieder veräussert wird.<sup>144</sup>

Die UEK knüpfte die Ausnahme von der Angebotspflicht zudem an die für solche Fälle übliche Bedingung, dass im Zeitraum der Grenzwertüberschreitung kein wesentlicher Einfluss auf die Zielgesellschaft ausgeübt wird.<sup>145</sup>

## 6. Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*

Mit Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG (Santhera)* gewährte die UEK Santhera, Santhera Pharmaceuticals (Schweiz) AG (**Santhera Schweiz**, gemeinsam mit Santhera die **Gesuchstellerinnen**) und weiteren von Santhera beherrschten Personen eine Ausnahme von der Angebotspflicht, die als Folge des Erwerbs von Aktien von den Gesuchstellerinnen und/

deren Stimmrecht ruht, vgl. Verfügung 828/01 vom 18. August 2022 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Rn. 13.

<sup>138</sup> Dem Bankenkonsortium gehörten letztlich die folgenden Institute an: Credit Suisse AG, Deutsche Bank AG, London Branch, Morgan Stanley & Co. International plc, RBC Europe Limited, Société Générale S.A., ABN AMRO Bank N.V., Banco Santander S.A., Barclays Bank PLC, BNP Paribas, Citigroup Global Markets Limited, Commerzbank Aktiengesellschaft, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Goldman Sachs International, ING Bank N.V., Intesa Sanpaolo S.p.A., Keefe, Bruyette & Woods (durch Stifel Nicolaus Europe Limited), Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., Merrill Lynch International, SMBC Nikko Capital Market Limited und Wells Fargo Securities LLC.

<sup>139</sup> Vgl. zu den Details dieser Kapitalerhöhung Sachverhalt lit. E der Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*.

<sup>140</sup> Gemäss Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraV-FINMA entfällt die Angebotspflicht gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG, wenn «Banken oder Wertpapierhäuser nach FINIG allein oder als Syndikat im Rahmen einer Emission Beteiligungspapiere fest übernehmen und sich verpflichten, die den Grenzwert übersteigende Anzahl von Beteiligungspapieren innerhalb von drei Monaten ab Überschreitung des Grenzwertes wieder zu veräussern, und die Veräusserung innert dieser Frist auch tatsächlich erfolgt.»

<sup>141</sup> Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*, Sachverhalt lit. F.

<sup>142</sup> Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*, Rn. 11.

<sup>143</sup> Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*, Rn. 10.

<sup>144</sup> Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*, Dispositiv Ziff. 1.

<sup>145</sup> Verfügung 833/01 vom 14. November 2022 in Sachen *Credit Suisse Group AG*, Dispositiv Ziff. 2.

oder von weiteren von Santhera beherrschten Personen im Zusammenhang mit der an der ausserordentlichen Generalversammlung vom 29. November 2022 beschlossenen ordentlichen Kapitalerhöhung entstehen würde.<sup>146</sup> Die Ausnahme von der Angebotspflicht wurde unter folgenden Bedingungen gewährt: Die Überschreitung des Grenzwertes von 33⅓% der Stimmrechte an Santhera durch die Gesuchstellerinnen und/oder durch weitere von Santhera beherrschte Personen dauerte maximal drei Monate.<sup>147</sup> Ausserdem durften die Gesuchstellerinnen und/oder weitere von Santhera beherrschte Personen im Zeitraum der Grenzwertüberschreitung keinen wesentlichen Einfluss auf Santhera ausüben.<sup>148</sup>

Der Verwaltungsrat von Santhera hatte auf den 29. November 2022 eine ausserordentliche Generalversammlung (**a.o. GV**) einberufen und an dieser eine ordentliche Kapitalerhöhung beantragt.<sup>149</sup> Sollten die Anträge an der a.o. GV von Santhera gutgeheissen werden, plante Santhera, eine Privatplatzierung bei einer möglicherweise grösseren Zahl ausländischer Investoren durchzuführen (**Transaktion**). Die neuen Santhera-Aktien würden an Santhera Schweiz ausgegeben und voraussichtlich unmittelbar anschliessend gegen Bezahlung des Bezugspreises an die Investoren ausgeliefert.<sup>150</sup> Die Aktionäre von Santhera stimmten an der a.o. GV allen Anträgen des Verwaltungsrats von Santhera zu.<sup>151</sup>

Das beschriebene Vorgehen würde dazu führen, «dass die angebotspflichtige Schwelle gemäss Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG von den Gesuchstellerinnen und/oder allenfalls von weiteren von Santhera beherrschten Personen überschritten wird». Damit würde grundsätzlich eine Angebotspflicht für die Gesuchstellerinnen und/oder für die weiteren von Santhera beherrschten

Personen i.S.v. Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG für alle kotierten Santhera-Aktien entstehen.<sup>152</sup>

Die Gesuchstellerinnen konnten jedoch schlüssig darlegen, dass es sich «lediglich um eine vorübergehende Überschreitung der die Angebotspflicht auslösenden Schwelle i.S.v. Art. 136 Abs. 1 lit. c FinfraG handeln wird».<sup>153</sup> Damit wurde den Gesuchstellerinnen und/oder weiteren von Santhera beherrschten Personen unter den bereits oben erwähnten Bedingungen eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt.<sup>154</sup>

### III. Verfügungen betreffend Rückkaufprogramme

#### 1. Öffentliches Rückkaufprogramm von Spice Private Equity AG

Am 11. Januar 2022 gelangte Spice Private Equity AG (**Spice**) mit Blick auf ein geplantes öffentliches Festpreis-Aktienrückkaufprogramm zwecks Kapitalherabsetzung zur Vernichtung per Gesuch an die UEK.<sup>155</sup> Bei Spice handelte es sich um eine an der SIX kotierte, im *Private Equity*-Bereich tätige Investmentgesellschaft, deren Aktien<sup>156</sup> zum Zeitpunkt des Gesuchs zu erheblichen Abschlägen gegenüber dem sog. *Net Asset Value* pro Aktie<sup>157</sup> (in der Handelswährung US-Dollar) gehandelt wurden.<sup>158</sup>

Mit Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG* stellte die UEK das Aktienrückkaufprogramm von Spice von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote frei und un-

<sup>146</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Dispositiv Ziff. 1.

<sup>147</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Dispositiv Ziff. 2.a.

<sup>148</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Dispositiv Ziff. 2.b.

<sup>149</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Sachverhalt lit. F.

<sup>150</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Sachverhalt lit. G.

<sup>151</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Sachverhalt lit. M.

<sup>152</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Rn. 6.

<sup>153</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Rn. 10.

<sup>154</sup> Verfügung 836/01 vom 7. Dezember 2022 in Sachen *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*, Rn. 11.

<sup>155</sup> Bereits auf das Jahresende 2021 hin hatte Spice einen wesensgleichen Aktienrückkauf durchgeführt (Angebotsfrist: 30. November 2021 bis und mit 13. Dezember 2021; Festpreis: USD 17.00), vgl. dazu die Verfügung 799/01 vom 10. November 2021 in Sachen *Spice Private Equity AG*.

<sup>156</sup> Gemäss Angaben der SIX handelt es sich bei den Aktien nicht um liquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2.

<sup>157</sup> D.h. das Eigenkapital bzw. der innere Wert pro Aktie basierend auf den Marktwerten des Beteiligungs-Portfolios abzüglich der Schulden.

<sup>158</sup> Die Statuten der Spice enthalten ein vor der Kotierung der Aktien eingeführtes *Opting out*.



terstellte es den Bestimmungen und Auflagen des UEK-Rundschreibens Nr. 1.<sup>159</sup>

Weiter stellte die UEK u.a. fest, dass die sog. GP-Gruppe, bestehend aus der GP Swiss Ltd. und der GP Cash Management Ltd. (letztere beiden zusammen die **beherrschenden Aktionäre**) sowie Spice selber, 71,91% der Aktien und Stimmrechte an Spice halten, wobei die beiden beherrschenden Aktionäre einen Stimmrechtsanteil von 65,69% an Spice auf sich vereinen. Für den Fall, dass der Rahmen des beabsichtigten Aktienrückkaufprogramms voll ausgeschöpft wird und dereinst sämtliche von der Gesellschaft gehaltenen eigenen Aktien vernichtet werden, würde sich die Beteiligung der beherrschenden Aktionäre, welche anlässlich des beabsichtigten Aktienrückkaufprogramms keine Spice-Aktien anzudienen gedenken, auf rund 73% des Kapitals und der Stimmrechte an der Spice erhöhen.<sup>160</sup>

Nach Ansicht der UEK handelt es sich bei dieser Erhöhung der Stimmrechtsbeteiligung nicht um eine erhebliche Änderung der Kontrollverhältnisse i.S.v. Rn. 10 des UEK-Rundschreibens Nr. 1, da davon ausgegangen werden kann, dass die beherrschenden Aktionäre Spice (unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Anwesenheitsquote bei Generalversammlungen börsennotierter Unternehmen regelmässig deutlich unter 100% liegt) mit einer Beteiligung von 65,69% bereits gegenwärtig vollständig beherrschen und insbesondere auch Beschlüsse i.S.v. Art. 704 OR, welche einer Zweidrittelsmehrheit bedürfen, selbständig herbeiführen können.<sup>161</sup>

Des Weiteren gewährte die UEK Spice auch eine Ausnahme von Rn. 13 des UEK-Rundschreibens Nr. 1, wonach die Durchführung des Rückkaufprogramms nicht dazu führen darf, dass sog. *Mindestschwellen* unterschritten werden, welche Kotierungsvoraussetzung gemäss den Bestimmungen der Börse sind, an welcher die Beteiligungspapiere kotiert sind.<sup>162</sup> *In casu* ging es dabei konkret um die beiden in Art. 19 des Kotierungsreglements der SIX enthaltenen *Mindestschwellen*: Diese Bestimmung verlangt, dass zum

Zeitpunkt der Kotierung der Effekten eine ausreichende Streuung bestehen muss (Abs. 1), wobei eine solche als erreicht gilt, wenn (i) die in der gleichen Kategorie ausstehenden Effekten des Emittenten zu mindestens 20% im Publikumsbesitz sind (**Free Float-Mindestschwelle**) und (ii) die Kapitalisierung der sich im Publikumsbesitz befindenden Effekten (d.h. die minimale Börsenkapitalisierung) mindestens CHF 25 Mio. beträgt (**Kapitalisierungs-Mindestschwelle**) (Abs. 2).

Nach Auffassung der UEK sind die genannten Mindestschwellen in übernahmerechtlicher Hinsicht nicht ausschliesslich nur zum Zeitpunkt der Kotierung der Effekten zu beachten – wie es das Kotierungsreglement der SIX aus börsenrechtlicher Perspektive vorsieht –, sondern sie gelangen vielmehr konstant und dauerhaft zur Anwendung, wenn es um die Beurteilung eines Aktienrückkaufprogramms eines Emittenten geht, dessen Effekten an der SIX kotiert sind.<sup>163</sup> Über die Bestimmung der Rn. 13 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 und die damit einhergehende dauerhafte Einhaltung der in Art. 19 Abs. 2 des Kotierungsreglements der SIX genannten *Mindestschwellen* soll gemäss UEK eine übermässige Reduktion des *Free Float* vorgebeugt und somit verhindert werden, dass sich der Handel mit Beteiligungsrechten einer betroffenen Gesellschaft zunehmend illiquider gestaltet.<sup>164</sup>

Mit Blick auf die *Free Float*-Mindestschwelle stellte die UEK rein rechnerisch fest, dass sich der Publikumsbesitz auch nach Durchführung des beabsichtigten Aktienrückkaufprogramms noch immer über dem vorgesehenen Schwellenwert von mindestens 20% halten dürfte.<sup>165</sup>

Punkto Kapitalisierungs-Mindestschwelle wies die UEK zwar darauf hin, dass die minimale Börsenkapitalisierung des Streubesitzes der Spice-Aktien schon vor Einreichung des Gesuchs der Spice unter CHF 25 Mio. gelegen hatte und sich mit Durchführung des beabsichtigten Aktienrückkaufprogramms weiter verringern würde.<sup>166</sup> Jedoch – so die UEK wei-

<sup>159</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 34.

<sup>160</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 12.

<sup>161</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 13.

<sup>162</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 15 ff.

<sup>163</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 24.

<sup>164</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 25.

<sup>165</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 26.

<sup>166</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 26.

ter – würden keine massgeblichen Verschlechterungen hinsichtlich der minimalen Börsenkapitalisierung des Streubesitzes bewirkt und Aktienrückkäufe würden den Aktionären, insbesondere bei sehr illiquiden Titeln, eine sinnvolle Möglichkeit bieten, um aus ihrem Investment auszusteigen.<sup>167</sup>

## 2. Öffentliches Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG

Wie in den Vorjahren kaufte die an der BX Swiss AG kotierte AP Alternative Portfolio AG (AP) auch im Jahr 2022 wieder eigene Aktien im Rahmen eines öffentlichen *Dutch Auction*-Aktienrückkaufprogramms zurück.

Mit Verfügung 806/01 vom 11. Februar 2022 in Sachen AP Alternative Portfolio AG stellte die UEK den entsprechenden Aktienrückkauf per Verfügung (unter Gewährung der zu dessen Durchführung notwendigen Ausnahmen des UEK-RS Nr. 1) frei und erlaubte AP, den Rückkaufpreis über eine sog. niederländische Auktion (*dutch auction*) zu bestimmen.<sup>168</sup>

AP griff dabei bereits zum siebten Mal auf das *dutch auction*-Verfahren zurück.<sup>169</sup>

## IV. Fazit

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

- Werden bei Mitarbeiterbeteiligungsplänen oder bei der Zuteilung weiterer Aktien Sperrfristen für zugeteilte Aktien aufgehoben, so fällt dies nicht in den Anwendungsbereich der *Best Price Rule*, da es sich insoweit nicht um einen Erwerb

i.S.v. Art. 10 Abs. 1 UEV handelt. Im Weiteren verletzte eine allfällige Barabgeltung von Ansprüchen auf Aktien die *Best Price Rule* nicht, sofern sie zum Angebotspreis erfolgte.<sup>170</sup>

- Falls der Angebotspreis in USD besteht, kann zwecks Überprüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* bei einem Erwerb in CHF auf den USD-CHF-Wechselkurs unmittelbar vor dem Zeitpunkt des Erwerbs bzw. der Abgeltung abgestellt werden. Im Fall eines börslichen Erwerbs kann auf den USD-CHF-Spotkurs (Mittelkurs) im Zeitpunkt der Erfassung des Kaufauftrags im Handelssystem abgestellt werden.<sup>171</sup>
- Werden kotierte, aber illiquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-RS Nr. 2 im Rahmen eines öffentlichen Tauschangebots als Entschädigung (mit-)angeboten, bestimmt sich der Referenzpreis für die Einhaltung der *Best Price Rule* gestützt auf die Bewertung dieser Beteiligungspapiere durch die Prüfstelle.<sup>172</sup>
- In der Transaktionsvereinbarung zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft enthaltene Bestimmungen, wonach im Fall eines Konkurrenzangebots der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nur unter gewissen Umständen Verhandlungen mit einer Drittpartei führen darf, sind regelmässig unzulässig.<sup>173</sup>
- Mit Blick auf das Handeln in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter im Hinblick auf ein Angebot i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV gilt, dass bei einer Beteiligung von über 50% der Stimmrechte stets von einer Beherrschung des Anbieters auszugehen ist, die es dem entsprechenden Anteilseigner oder einer (stimmrechts-)verbundenen Gruppe von Anteilseignern ermöglicht, auf die Organe des Anbieters direkt oder indirekt einen bestimmenden Einfluss auszuüben. Bei einer geringeren Beteiligung ist auf die Umstände des Einzelfalls (Höhe der prozentualen [Stimmrechts- oder Kapital-]Beteiligung; Einfluss auf den Verwaltungsrat etc.) abzustellen.

<sup>167</sup> Verfügung 804/01 vom 24. Januar 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 27 ff.

<sup>168</sup> Verfügung 806/01 vom 11. Februar 2022 in Sachen AP Alternative Portfolio AG, Rn. 41.

<sup>169</sup> Siehe die Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen AP Alternative Portfolio AG, 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, Verfügung 719/01 vom 4. Februar 2019 in Sachen AP Alternative Portfolio AG, Verfügung 758/01 vom 10. Februar 2020 in Sachen AP Alternative Portfolio AG, Verfügung 777/01 vom 12. Februar 2021 in Sachen AP Alternative Portfolio AG sowie die an dieser Stelle zusammengefasste Verfügung 806/01 vom 11. Februar 2022 in Sachen AP Alternative Portfolio AG.

<sup>170</sup> Vgl. Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 33 ff.

<sup>171</sup> Vgl. Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 25 f.

<sup>172</sup> Vgl. Verfügung 805/01 vom 26. Januar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 15.

<sup>173</sup> Vgl. Verfügung 805/02 vom 25. Februar 2022 in Sachen *Bank Linth LLB AG*, Rn. 66–70 und Dispositiv Ziff. 3.

Bei börsenkotierten Gesellschaften geht das schweizerische Übernahmerecht grundsätzlich davon aus, dass eine Beherrschung bereits ab einer Beteiligung von 33⅓% der Stimmrechte möglich ist.<sup>174</sup>

- Personen, die gleichzeitig im Verwaltungsrat des Anbieters und der Zielgesellschaft Einsitz haben, handeln mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 Abs. 1 UEV.<sup>175</sup>
- Analog zur Praxis betreffend die Barabgeltung von Mitarbeiterbeteiligungen prüft die UEK, ob eine Überführung von Mitarbeiterbeteiligungen der Zielgesellschaft in Mitarbeiterbeteiligungen der Anbieterin mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz vereinbar ist und die *Best Price Rule* nicht verletzt. Diese Voraussetzungen sind i.d.R. gegeben, «wenn die Überführung zum Angebotspreis erfolgt».<sup>176</sup>
- Die von der Prüfstelle durchgeführten Prüfschritte sowie die daraus abgeleiteten Begrün-

dungen müssen nach Ansicht der UEK plausibel und nachvollziehbar sein, damit der Grundsatz der Gleichbehandlung und die *Best Price Rule* nicht verletzt werden, wenn Mitarbeiterbeteiligungsprogramme der Zielgesellschaft in solche des Anbieters transferiert werden.<sup>177</sup>

- Erstmals seit dem Erlass des UEK-RS Nr. 5 musste die UEK im Fall MCH Group AG ein Gesuch um eine Sanierungsausnahme i.S.v. Art. 136 Abs. 1 lit. c FinfraG prüfen.<sup>178</sup> Mit Blick auf die Voraussetzung der Subsidiarität der Sanierungsausnahme kann eine solche Ausnahme nach ihrem Sinn und Zweck (erst) in einer Situation gewährt werden, «in welcher sich ohne eine solche Ausnahme kaum ein Investor finden liesse». Auch wenn in der Theorie andere Möglichkeiten bestehen, reicht es aus, dass die im konkreten Einzelfall vorgeschlagene Vorgehensweise aus der jeweils aktuellen Sicht als die erfolgversprechendste und realistischste Option erscheint.<sup>179</sup>

<sup>174</sup> Vgl. Verfügung 816/02 vom 13. Juli 2022 in Sachen *Spice Private Equity AG*, Rn. 6 ff., insbesondere Rn 11; Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 14.

<sup>175</sup> Vgl. Verfügung 822/01 vom 14. Juli 2022 in Sachen *Bobst Group SA*, Rn. 15.

<sup>176</sup> Vgl. Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 16.

<sup>177</sup> Vgl. Verfügung 802/04 vom 8. August 2022 in Sachen *Vifor Pharma AG*, Rn. 16.

<sup>178</sup> Vgl. Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*.

<sup>179</sup> Vgl. Verfügung 825/01 vom 27. Juli 2022 in Sachen *MCH Group AG*, Rn. 57.