

# Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit

<b>I.</b>	<b>Transparenz, Gleichbehandlung, Lauterkeit</b>	1
<b>II.</b>	<b>Fairness Opinion</b>	2
<b>III.</b>	<b>Öffentliche Übernahme als Auktion</b>	7
<b>IV.</b>	<b>Gleichbehandlung im Verfahren vor der Übernahmekommission</b>	12
	A. Präsidialauskünfte	13
	B. Gleichbehandlung durch die Zielgesellschaft	14
	C. Steuern	15
<b>V.</b>	<b>Fazit</b>	16

## I. Transparenz, Gleichbehandlung, Lauterkeit

Das Börsengesetz soll dem Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sichern.<sup>1</sup> Diese beiden Grundziele werden im Abschnitt über die öffentlichen Kaufangebote konkretisiert und durch das eng damit verbundene Gebot der Lauterkeit vervollständigt.<sup>2</sup> Hinter den drei funktionalen Zielen von Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit steht ein prozedurales Verständnis des Übernahmerechts. Das öffentliche Übernahmeangebot ist der Eröffnungszug zu einem Verfahren, in dem über die künftige Kontrolle einer Gesellschaft entschieden wird. Die Übernahmekommission ist in diesem Verfahren, nicht Mitspielerin, sondern

---

\* Meinem Assistenten lic. iur. Thilo Pachmann danke ich für die wertvolle Unterstützung bei der Redaktion dieses Beitrages.

<sup>1</sup> Art. 1 BEHG.

<sup>2</sup> Art. 22 ff. BEHG, insb. als Pflichten der Anbieterin nach Art. 24 Abs. 1 und 2 BEHG, Art. 25 BEHG und Art. 27 BEHG und als Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG. Die Übernahmekommission hat diese Gebote gestützt auf Art. 28 BEHG in der Übernahmeverordnung weiter konkretisiert (Art. 1 UEV-UEK).

Schiedsrichterin.<sup>3</sup> In ihrem Fokus steht nicht das Ergebnis, sondern der Weg, auf dem dieses zustande kommt.<sup>4</sup>

Diese Funktion des Übernahmerechts und ihre Bedeutung für die Entscheide der Übernahmekommission sollen im Folgenden anhand wichtiger Beispiele dargelegt und illustriert werden.

## II. Fairness Opinion

Fairness Opinions werden bei Übernahmen aus zwei Motiven beigebracht:

- Einerseits dienen sie der Absicherung der Leitungsorgane im Hinblick auf den möglichen Vorwurf, bei der Festsetzung der Bedingungen des Angebots unsorgfältig gehandelt zu haben.<sup>5</sup> Die Fairness

---

<sup>3</sup> Die Übernahmekommission erlässt und veröffentlicht Empfehlungen ohne bindende Wirkung für die Parteien (Art. 23 Abs. 3 BEHG); die Publikation diszipliniert durch die Prangerwirkung die Beteiligten. Für den Erlass der Verfügung selbst ist die EBK zuständig (Art. 23 Abs. 4 BEHG). Vgl. RUDOLF TSCHÄNI/MATTHIAS OERTLE, in: Basler Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basel/Genf/München 1999, N 13 ff. zu Art. 23 BEHG; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 296 ff.

<sup>4</sup> Aufgabe der Übernahmekommission ist die marktneutrale Überprüfung der Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote nach Art. 23 Abs. 3 BEHG. Insbesondere durch einen transparenten, gleichbehandelnden und lauterer Angebotsprospekt werden die Transaktionskosten für die Anleger gesenkt und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gewährleistet. Vgl. RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 334 f.; TSCHÄNI/OERTLE (FN 3), N 13 ff. zu Art. 23 BEHG; DIETER ZOBL, in: Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Gérard Hertig/Christian Meier-Schatz/Robert Roth/Urs P. Roth/Dieter Zobl (Hrsg.), Zürich 2000, N 20 ff. zu Art. 1 BEHG; zur Aktiengesellschaft als Verfahren; vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133 (1997), 73 ff.

<sup>5</sup> Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates für sorgfältige Geschäftsführung gem. Art. 717 Abs. 1 OR i.V.m. Art. 754 OR; vgl. PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004, § 18 N 401; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 3 N 13 f.; HARALD BÄRTSCHI, Die Aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Diss. Zürich 2001, 239 f.

Opinion wird in diesem Fall auf fakultativer Basis in Auftrag gegeben.<sup>6</sup>

- Andererseits dienen Fairness Opinions dann, wenn sich die Leitungsorgane der Zielgesellschaft in Bezug auf das Angebot in einem Interessenkonflikt befinden, der Absicherung gegen den Vorwurf der Verletzung der Treuepflicht.<sup>7</sup> Die Fairness Opinion ist in diesem Fall eines von mehreren Instrumenten,<sup>8</sup> mit denen die Leitungsorgane ihrer Pflicht zu einem angemessenen Umgang mit Interessenkonflikten nachkommen können und müssen.<sup>9</sup>

Grundsätzlich existieren zwei Arten einer Fairness Opinion:

- 
- <sup>6</sup> Die US-amerikanische Lehre und Rechtsprechung wendet zur Beurteilung der Arbeit des Verwaltungsrates die sog. Business Judgement Rule an, welche vermutet, dass seine Entscheide grundsätzlich einem «Sound Business Judgement» entsprechen und nicht zu hinterfragen sind sofern sie ohne Interessenkonflikt getroffen und sorgfältig vorbereitet worden sind. Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 119 (2000), 257 ff.; BÖCKLI (FN 5), § 13 N 584; JOACHIM FRICK, Die Business Judgement Rule als Beitrag zur Systematisierung des Verantwortlichkeitsrechts, in: Hans Caspar von der Crone/Rolf H. Weber/Roger Zäch/Dieter Zobl (Hrsg.), Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Zürich 2003, 509 ff.; BÄRTSCHI (FN 5), 391 ff.
  - <sup>7</sup> Bei Interessenkonflikten des Verwaltungsrates besteht die Vermutung des ungetreuen Verhaltens. Der Verwaltungsrat muss nachweisen, dass er trotz Interessenkonflikt die Interessen der Gesellschaft gewahrt hat. Vgl. BGE 113 II 52 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE, Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 66 (1994), 8 ff.; ROLAND MÜLLER/LORENZ LIPP/ADRIAN PLÜSS, Der Verwaltungsrat, 2. Aufl., Zürich 1999, 169; BÖCKLI (FN 5), § 13 N 600; zur Selbstkontrahierung als Anwendungsfall eines Interessenkonfliktes: BGE 89 II 321 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 5), § 30 N 121 ff.; VON DER CRONE (FN 6), 244; die Anwendung der Business Judgement Rule führt zu einer ähnlichen Rechtslage, siehe FN 5.
  - <sup>8</sup> Andere Möglichkeiten sind Ausstand und Führung des Geschäftes durch Outside Directors, Vorliegen eines Marktpreises, etc. Vgl. bspw. Empfehlung der Übernahmekommission vom 30. Juni 2004 i.S. Robert Bosch Internationale Beteiligungs AG/ Scintilla AG wo die Erstellung einer Fairness Opinion nicht nötig war, da zwei Verwaltungsräte ohne Interessenkonflikt die Transaktion selbst beurteilen konnten.
  - <sup>9</sup> Praxis der Übernahmekommission zu Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK. Diese verpflichtet den interessensbelasteten Verwaltungsrat, eine Fairness Opinion von einem unabhängigen Dritten einzuholen, falls keine anderen Massnahmen möglich sind (vgl. FN 8). Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 12. Oktober 2000 i.S. Jörg G. Bucherer/Bucherer AG; Empfehlung der Übernahmekommission vom 17. Mai 2002 i.S. Think Tools, Erw. 6.3; Empfehlung der Übernahmekommission vom 19. April 2002 i.S. Canon; MANFRED KÜNG/FELIX M. HUBER/MATTHIAS KUSTER, Kommentar zum Börsengesetz, Bd. 2, Zürich 2004, N 5 f. zu Art. 29 BEHG.

- Eine Fairness Opinion kann qualifizierte Erklärung über die Angemessenheit eines Preises sein.<sup>10</sup> Die Institution, welche die Fairness Opinion unterzeichnet, stellt sich in diesem Fall gegenüber den Aktionären, an welche der Bericht des Verwaltungsrats gerichtet ist, hinter den gebotenen Preis. Ihre Fairness Opinion soll beim Anleger gezielt die Erwartung erwecken, der gebotene Preis sei angemessen. Werden diese Erwartungen enttäuscht, so hat dies Haftungskonsequenzen: Erweist sich der Preis im Nachhinein als nicht angemessen, so haftet die Ausstellerin den Aktionären gegenüber für den Schaden, der diesen entstand, weil sie auf die Fairness Opinion vertrauten.<sup>11</sup> Inhaltlich kann eine solche Fairness Opinion im Prinzip kurz gehalten sein. Die Bestätigung der Angemessenheit und der Name der dafür einstehenden Institution genügen.
- Statt Bestätigung kann die Fairness Opinion auch Bericht sein: Sie kann den Prozess der Überprüfung der Angemessenheit des Preises dokumentieren. Die Institution, welche die Fairness Opinion ausstellt, übernimmt hier die Verantwortung für das von ihr angewendete Ver-

---

<sup>10</sup> Der Prüfungsstab der Angemessenheit entspricht m.E. der Kontrolle der Angemessenheit bei der Überprüfungsfrage nach Art. 105 FusG und nicht nur der einfachen Kontrolle des Umtauschverhältnisses im Fusionsbericht auf seine Vertretbarkeit hin gem. Art. 15 Abs. 4 lit. b FusG.

<sup>11</sup> Obwohl kein direktes Vertragsverhältnis zwischen Fairness Opinion Ausstellerin und den Anlegern vorliegt, besteht konkurrierend sowohl eine Haftung für Auskunft als auch eine Vertrauenshaftung. Dies ergibt sich aus der Funktion der Fairness Opinion, welche dem Anleger als Teil des Berichtes des Verwaltungsrates gem. Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK die Entscheidungsgrundlage für den Anlageentscheid geben soll. Vgl. bundesgerichtliche Rechtsprechung zur Vertrauenshaftung BGE 4C.193/2000, Erw. 4 ff.; BGE 120 II 331 ff.; BGE 121 III 350 ff.; siehe auch EVELINE WYSS/HANS CASPAR VON DER CRONE, Haftung für Auskunft, SZW 2/2002, 112 ff.; MARTIN MOSER, Die Haftung gegenüber vertragsfremden Dritten, Diss. Bern 1998, 119 f., 123, 154–186; MARKUS WICK, Die Vertrauenshaftung im schweizerischen Recht, AJP 10/1995, 1270 ff.; HANS PETER WALTER, Vertrauenshaftung im Umfeld des Vertrages, ZBJV 132/1996, 291 f. Bei der Haftung für Gutachten kann das Haftungsrisiko durch Einschränkung des Adressatenkreises und durch Nennung des Umfangs der Abklärungen und der von Dritten übernommenen Prämissen reduziert werden. Der Adressatenkreis kann bei einer Fairness Opinion nicht durch eine formelle Beschränkung auf den Verwaltungsrat eingengt werden, da sie stets Teil des Berichtes des Verwaltungsrates ist, welcher sich an die Aktionäre richtet. Die detaillierte Nennung der Abklärungen und Prämissen führt hingegen im Endeffekt zu einer geringeren (Vertrauens-) Haftung. Vgl. BGE 130 III 345 ff.; EUGEN BUCHER, Basler Kommentar Obligationenrecht I, Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), 3. Aufl., Basel 2003, N 69o zu Art. 1; EUGEN BUCHER, Was man aus einem Fall von «Putativ-Vertrauenshaftung» lernen kann, recht 2001, Heft 2, 79–80.

fahren. Inhaltlich muss eine solche Fairness Opinion detailliert genug sein, um den Prozess der Überprüfung für Aussenstehende nachvollziehbar zu machen.<sup>12</sup> Erweist sich der Preis im Nachhinein als nicht angemessen, so genügt es, um von der Haftung befreit zu werden, wenn die Ausstellerin auf der Linie der Business Judgement Rule<sup>13</sup> zeigt, dass ihr Vorgehen dem Stand der Kunst entsprochen hat und das Ergebnis auf dem damaligen Kenntnisstand zumindest vertretbar war.<sup>14</sup>

Bis vor wenigen Jahren waren Fairness Opinions zumindest in der Schweiz durchwegs qualifizierte Erklärungen über die Angemessenheit des Preises, beschränkt auf die Aussage, dass die Transaktion als fair beurteilt werde. Die Haftungskonsequenzen<sup>15</sup> wurden ungeachtet der bundesgerichtlichen Rechtsprechung zur Vertrauenshaftung im Allgemeinen und zur Haftung für Auskunft im Speziellen nicht offen thematisiert. Einzig das Missverhältnis zwischen der Kürze der Aussage zur Sache und der Länge der vor- und nachgestellten Freizeichnungsklauseln, das sich laufend akzentuierte, zeugte von einem zunehmenden Unwohlsein angesichts der übernommenen Verantwortung.<sup>16</sup>

Aus der Sicht des Übernahmerechts kommen grundsätzlich beide Arten von Fairness Opinions in Frage, soweit die Wahl konsequent umgesetzt wird. Es ist absolut nachvollziehbar, dass die Ausstellerin einer Fairness Opinion keine Verantwortung für den Preis übernehmen will. Dann allerdings hat sie dafür zu sorgen, dass die Fairness Opinion im Sinn eines Berichts über ihr Vorgehen bei der Prüfung für Aussenstehende im einzelnen nachvollziehbar macht. Mischformen dagegen, bei denen weder Klarheit über das Vorgehen geschaffen, noch eine Verantwortung für den Preis übernommen wird, erwecken mit der Überschrift «Fairness Opini-

---

<sup>12</sup> Vgl. Fairness Opinion vom 10. September 2004 i.S. Bon Appétit Group AG oder Fairness Opinion vom 11. Mai 2004 i.S. EnAlpin AG/Aletsch AG. Zu den Anforderungen an eine Fairness Opinion siehe die Empfehlungen der Übernahmekommission in FN 18.

<sup>13</sup> Siehe zur Business Judgement Rule FN 6.

<sup>14</sup> Dies bedeutet, dass das Vertrauen der Anleger nur in die Ausstellung einer Fairness Opinion frei von Interessenkonflikten, in einem adäquaten Verfahren und mit der notwendigen Sorgfalt geschützt wird. Siehe oben FN 6 und 11.

<sup>15</sup> Zu den Haftungskonsequenzen siehe FN 11.

<sup>16</sup> Erstmals in der Praxis der Übernahmekommission kam eine Fairness Opinion Ausstellerin zum Ergebnis, dass der Angebotspreis finanziell unangemessen sei; vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 4. März 2005 i.S. Diperdana Holdings Berhad/Pelikan AG, Erw. 6.2.

on» Erwartungen die so nicht einzulösen sind: Sie sind weder transparent noch lauter.<sup>17</sup>

Diese Überlegungen führten die Übernahmekommission zum Entscheid, dass in der Fairness Opinion detailliert und konkret, das heisst unter Zahlenangaben offen zu legen ist, wie bei der Prüfung der Angemessenheit des Preises vorgegangen wurde.<sup>18</sup> Vorbehalten bleibt nur der engere Bereich der Geschäftsgeheimnisse, wobei auch dort das Geheimhaltungsinteresse des Unternehmens gegen das Offenlegungsinteresse der Anleger und des Marktes abzuwägen ist.<sup>19</sup> Die Anforderungen gelten im Übrigen aus Lauterkeitsgründen unabhängig davon, ob sich die Leitungsorgane freiwillig<sup>20</sup> dazu entschlossen haben, eine Fairness Opinion beizubringen oder ob dieses Vorgehen wegen Interessenkonflikten geboten war.<sup>21</sup> Die Wahl besteht nur im Grundsatz. Fällt der Entscheid zugunsten einer Fairness Opinion, so ist diese so auszugestalten, dass sie dem allgemeinen Standard entspricht.

---

<sup>17</sup> Dies gilt für Fairness Opinions vor der Praxisänderung der Übernahmekommission. Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 21. August 2003 i.S. EIC Electricity, Erw. 9.3 und Empfehlung der Übernahmekommission vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit, Erw. 6.3, wo die Praxisänderung angekündigt wurde.

<sup>18</sup> Sinn und Zweck ist die Gewährleistung von Transparenz um den Aktionären eine Entscheidungsgrundlage für die Annahme oder Ablehnung eines Angebotes zu geben (Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK i.V.m. Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK). Nach der neuen Praxis der Übernahmekommission sind die konkreten Bewertungsgrundlagen und -methoden offenzulegen und deren Anwendung zu begründen (Bsp: Diskontierungssätze bei der Discounted Cash Flow Methode, Marktwertmethode, Vergleich mit anderen Unternehmen, Vergleich mit anderen Transaktionen etc.). Nur so kann sich der Anleger ein ausreichendes Bild von der Transaktion machen. Die Praxisänderung wurde vor der Anwendung in den Empfehlungen der Übernahmekommission vom 21. August 2003 i.S. Alpine Select AG/EIC Electricity SA, Erw. 9.3 und vom 28. August 2003 i.S. Bon Appétit, Erw. 6.3 angekündigt. Seit dem Fall Absolute Invest besteht eine konstante Praxis zur Ausgestaltung einer Fairness Opinion: vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 17. Oktober 2003 i.S. Absolute US AG/Absolute Invest AG, Erw. 8.4, Empfehlung der Übernahmekommission vom 16. Januar 2004 i.S. Intervia Anlagen AG/Gerolag AG, Erw. 4.3.2, Empfehlung der Übernahmekommission vom 11. Juni 2004 i.S. Mövenpick, Erw. 4.2.

<sup>19</sup> Art. 30 Abs. 3 UEV-UEK.

<sup>20</sup> Gründe für eine freiwillige Erstellung einer Fairness Opinion siehe FN 5, 6 und 7.

<sup>21</sup> Zur Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion vgl. FN 9.

### III. Öffentliche Übernahme als Auktion

Öffentliche Übernahmen sind Auktionen im Rahmen des market for corporate control<sup>22, 23</sup>. Gegenstand der Auktion ist die Kontrolle über die Gesellschaft. Die öffentliche Übernahme ergänzt damit die Auktion für einzelne Beteiligungsrechte, wie sie laufend an der Börse stattfindet.<sup>24</sup> Der Auktionsprozess beginnt mit dem ersten Angebot. Die Regeln über die zeitliche Gestaltung des Angebotsprozesses öffnen darauf ein Fenster

---

<sup>22</sup> Zum Markt für die Unternehmenskontrolle vgl. CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, *Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität*, Zürich 1989, 246 ff.; JRENA FRAUENFELDER, *Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG*, Diss. Zürich 2001, 22–31 und 46–51; ROLF WATTER, *Unternehmensübernahmen*, Habil. Zürich 1990, N 177–204; JOSEPHIN HANSS, *Finanzinnovationen – eine agency-theoretische Betrachtungsweise*, Diss. Zürich 1995, 249–255; MARKUS RUFFNER, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Zürich 2000, 414–417; ROBERT BERNET, *Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG)*, Diss. Bern 1998, 79–80. Zur disziplinierenden Wirkung des Unternehmenskontrollmarktes auf das Management und die damit verbundenen sinkenden Überwachungs- und Kontrollkosten für die Aktionäre siehe HANS CASPAR VON DER CRONE, *Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften*, ZBJV 133 (1997), 73 ff.; CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, *Managermacht und Marktkontrolle*, ZHR 1985, 93 ff. Eine Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur Einholung von Konkurrenzangeboten besteht nicht; siehe TSCHÄNI/OERTLE (FN 3), N 2 zu Art. 30 BEHG; ANDREAS BOHRER, *Unfriendly Takeovers*, Diss. Zürich 1997, 145–149.

<sup>23</sup> Zur öffentlichen Übernahme als Auktionsverfahren vgl. CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, *Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote*, in: *Das neue Börsengesetz der Schweiz*, Christian J. Meier-Schatz (Hrsg.), Bern 1996, 122 f.; HANS CASPAR VON DER CRONE, *Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz*, in: *Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts*, Dieter Zobl (Hrsg.), Zürich 1995, 49, 65; DIETER ZOBL, in: *Das Börsenrecht der Schweiz*, Robert P. Umbricht (Hrsg.), Zürich 1998, 60; ZOBL/KRAMER (FN 3), N 405; ROLAND RUEDIN, *Vente aux enchères publiques, offre publique d'acquisition et reprise de biens*, in: *Gesellschafts- und Konzernrecht, Festschrift für Jean Nicolas Druey*, Zürich 2002, 535 ff.; RUDOLF TSCHÄNI, *Tragweite und Auswirkungen der sog. Auktionsregel bei Übernahmeangeboten*, in: *Aktuelle Fragen des Bank- und Kapitalmarktrechts*, Hans Caspar von der Crone/Peter Forstmoser/Rolf H. Weber/ Roger Zäch (Hrsg.), Zürich 2004, 421 ff.

<sup>24</sup> Auch die Preisbildung bei Aktienemissionen kann im Auktionsverfahren gemacht werden. Vgl. ANDREAS BOHRER, *Aktienzuteilung beim Börsengang – Privatrechtliche und Regulatorische Aspekte*, *Der Schweizer Treuhänder*, 2004, 651–656; THEODORO COCCA, *Aktienemission via Internet vor einer neuen Architektur des Emissionsmarktes*, *Der Schweizer Treuhänder*, 2001, 1055 ff.; *Die Suche nach dem optimalen Börsengang Google entfacht eine Debatte über IPO Verfahren*, *NZZ* vom 27. Mai 2004, 31.

von mindestens 20 Börsentagen<sup>25</sup> ab der Ankündigung des Übernahmevorhabens, in dem eine Konkurrenzofferte unterbreitet werden kann.<sup>26</sup> Kommt es zur Konkurrenzofferte, so sieht das Übernahmerecht die zeitliche Koordination der beiden Angebotsprozesse vor, mit dem Ziel, den Aktionären die freie Wahl zwischen beiden Angeboten zu ermöglichen.<sup>27</sup>

Aus der Sicht der Aktionäre kommt dem potentiellen Auktionszutritt eines Konkurrenzanbieters entscheidende Bedeutung zu und zwar unabhängig davon, ob es wirklich zur Konkurrenzofferte kommt oder nicht.<sup>28</sup> Die Tatsache, dass ein Auktionszutritt möglich ist und die Aktionäre nicht verkaufen müssen,<sup>29</sup> zwingt den Anbieter einen marktgerechten Preis zu offerieren, oder in Kauf zu nehmen, dass eine Konkurrenzofferte unterbreitet wird,<sup>30</sup> wobei es ihm anschliessend immer noch frei steht, sein Angebot aufzubessern.<sup>31</sup> Wegen der zentralen Bedeutung für die Aktionäre, enthält das Übernahmerecht eine Reihe von Bestimmungen, die den Auktionszutritt eines Konkurrenzanbieters gewährleisten. Dazu zählen neben den bereits erwähnten Regeln über die zeitliche Strukturierung des Angebotsprozesses insbesondere Art. 30 BEHG, der festhält,

---

<sup>25</sup> Art. 14 Abs. 3 UEV-UEK.

<sup>26</sup> Gem. Art. 49 Abs. 1 UEV-UEK muss das Konkurrenzangebot mindestens drei Tage vor Ablauf des Angebots veröffentlicht werden.

<sup>27</sup> Art. 30 Abs. 1 BEHG, Art. 47 Abs. 3 UEV-UEK, Art. 49 Abs. 3 UEV-UEK, Art. 50 UEV-UEK und Art. 51 UEV-UEK.

<sup>28</sup> Zur disziplinierenden Wirkung des Unternehmenskontrollmarktes siehe FN 22.

<sup>29</sup> Trotz fehlender Konkurrenzofferte musste bspw. Oracle das Übernahmeangebot an Peoplesoft dreimal aufbessern. Siehe: Oracle bei Peoplesoft endlich am Ziel, NZZ vom 14. Dezember 2004, 21; Oracle lässt nicht locker – verbessertes Übernahmeangebot für Peoplesoft, NZZ vom 2. November 2004, 21.

<sup>30</sup> Zur schnellen Abwicklung muss den bisherigen Aktionären ein attraktiver Preis geboten werden und die Hürde für potentielle Anbieter möglichst hoch gelegt werden, da ein langwieriger Übernahmekampf zur Untergrabung der Autorität des Managements und zu dessen innerer Kündigung führen kann. Zu den Demoralization Costs vgl. JOHN C. COFFEE JR., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, in: *Columbia Law Review* 1984, 1145 ff., 1238–1243; MARTIN HELD/HANS G. NUTZINGER, *Geteilte Arbeit und ganzer Mensch – zwei Seiten einer Medaille*, in: *Geteilte Arbeit und ganzer Mensch*, Hans G. Nutzinger/Martin Held (Hrsg.), Frankfurt a. M./New York 2000, 7 ff.; MICHAEL FRITSCHE/THOMAS WEIN/HANS-JÜRGEN EWERS, *Marktversagen und Wirtschaftspolitik*, 3. Aufl., München 1999, 32; HANS CASPAR VON DER CRONE, *Risiko und Corporate Governance*, in: *Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts* (FN 23), 562. Entscheidend für die Festsetzung der Höhe des Angebotspreises ist die Nachfrageelastizität; vgl. FRAUENFELDER (FN 22), 26 f., 203.

<sup>31</sup> Art. 51 UEV-UEK.

dass die Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft im Fall von konkurrierenden Angeboten frei unter den Angeboten wählen können müssen.<sup>32</sup> Nach der Praxis der Übernahmekommission, die von der Eidgenössischen Bankenkommission in Sachen Centerpulse nach Ablehnung der Empfehlung bestätigt worden ist, schliesst diese Bestimmung jede Form der vertraglichen (Selbst-)Beschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre aus.<sup>33</sup> Insbesondere können sich einzelne Grossaktionäre nicht im Voraus verpflichten, ihre Aktien nur einem der verschiedenen möglichen Anbieter zu verkaufen. Abgesehen davon, dass der Wortlaut der Bestimmung eigentlich keinen Interpretationsspielraum lässt, entspricht dieses Ergebnis der *ratio legis*: Der Gesetzgeber wollte mit Art. 30 BEHG im Interesse der Aktionäre den Auktionszutritt von Konkurrenzanbietern sichern und ein *level playing field* unter den verschiedenen potentiellen und aktuellen Kontrollinteressenten herstellen.<sup>34</sup> Der Gesetzgeber hat dabei nicht etwa Neuland betreten. Schon dem Praetor des römischen Rechts war klar, dass die Leistungsfähigkeit einer Auktion von der Waffengleichheit unter den Bietern abhängt und dass der einzelne Bieter zugleich oder gerade deshalb ein hohes Interesse daran hat, sich selbst durch Absprachen einen Vorteil zu verschaffen.<sup>35</sup> Das *pactum de licitando* und das *pactum de non licitando*, die verschiedenen Formen der Absprachen unter den Teilnehmern einer Auktion, sind des-

---

<sup>32</sup> Siehe zur Konkretisierung des Grundsatzes die Ausführungsbestimmungen in Art. 47 ff. UEV-UEK.

<sup>33</sup> Empfehlung der Übernahmekommission vom 2. Juli 2003 i.S. Smith & Nephew/Zimmer/InCentive und Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 23. Juli 2003, wo in Erwägung 3.2 festgestellt wird, dass aufgrund des klaren Wortlautes die Beteiligungsinhaber frei zwischen den Angeboten wählen können *müssen* (Art. 30 BEHG). Ein Verzicht auf den Zustimmungswiderruf (eine sog. Lock-up Klausel mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft) ist nach Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK nirgends vorgesehen und deshalb unzulässig. Die aktienrechtlichen Kompetenzen der Generalversammlung und der Aktionäre werden durch das Übernahmeangebot hingegen grundsätzlich nicht tangiert; vgl. Art. 29 Abs. 2 BEHG und Empfehlung der Übernahmekommission vom 18. März 2005 i.S. AFB Investment S.A./Forbo Holding AG, Erw. 3 und 4.

<sup>34</sup> Vgl. auch TSCHÄNI/OERTLE (FN 3), N 3 zu Art. 30 BEHG.

<sup>35</sup> Für Cicero war die Anstellung von Scheinbietern beim Verkauf einer Erbschaft sittenwidrig, aufgrund der Täuschung der Mitbietenden. Der Getäuschte erhält die *Actio de dolo malo* gegen den Täuschenden. Eine Klausel *Catos* untersagt das Fernhalten von anderen Bietern. Rechtlichen Folgen hatte das *Pactum de non licitando* nur, wenn die Beteiligten über das Bestehen von Konkurrenz getäuscht wurden. Vgl. GEORG THIELMANN, *Die römische Privatauktion*, Berlin 1961, 244 ff.; RETO THOMAS RUOSS, *Scheinangebote an Kunstauktionen*, Diss. Zürich 1983, 14.

halb verpönt. Art. 230 OR nimmt diesen Gedanken bekanntlich für die klassische Auktion auf: Absprachen unter den Teilnehmern einer Auktion verstossen gegen das Lauterkeitsgebot und begründen ein Recht zur Anfechtung des Zuschlags.<sup>36</sup> Art. 30 BEHG ist deshalb keine Neuerung, sondern spezifischer Ausdruck einer breit abgestützten Lauterkeitsregel für den Bereich der öffentlichen Kaufangebote.<sup>37</sup>

Öffentliche Übernahmen sind Auktionen mit offener Zahl von Runden. Bis zum dritten Tag vor Ablauf eines Angebots kann jedermann ein Konkurrenzangebot unterbreiten, bzw. sein eigenes früheres Angebot erhöhen und damit eine neue Auktionsrunde einleiten.<sup>38</sup> Konsequenz ist, dass sich der ganze Prozess der öffentlichen Übernahme mit konkurrierenden Angeboten über eine verhältnismässig lange Zeit dahin ziehen kann.<sup>39</sup> Klar ist allerdings auch, dass ein lang andauernder Übernahmekampf die Zielgesellschaft in eine schwierige Lage bringen kann. Lieferanten, Banken, Kunden und vor allem aber die Mitarbeiter können durch die Unsicherheit über die Zukunft der Gesellschaft verunsichert werden. Verwaltungsrat und Management können, insbesondere wenn sie sich grundsätzlich für einen Kontrollwechsel ausgesprochen haben und eine hohe Abgangsentschädigung erhalten, intern mit einer Erosion ihrer Autorität und damit mit zunehmenden Führungsproblemen konfrontiert sein.<sup>40</sup> Was kann dagegen unternommen werden? Anzustreben ist sicher eine Verkürzung der Fristen für die einzelnen Gebotsrunden.

---

<sup>36</sup> BGE 109 II 126 ff. bezeichnet sowohl das *pactum de licitando* als auch das *pactum de non licitando* als sittenwidrig i.S.v. Art. 230 OR, da diese wettbewerbsverfälschend die Findung des «wahren» Preises verhindern. Vgl. auch BGE 51 III 19; BGE 31 II 33; RETO THOMAS RUOSS, in: Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), 3. Aufl., Basel/Genf/München 2003, N 4 ff. zu Art. 230.

<sup>37</sup> Zur Anwendung der allgemeinen obligationenrechtlichen Auktionsregeln auf öffentliche Kaufangebote vgl. VON DER CRONE (FN 23), 66; BOHRER (FN 22), 149 f.

<sup>38</sup> Art. 49 Abs. 1 UEV-UEK und Art. 51 UEV-UEK.

<sup>39</sup> Der Übernahmekampf zwischen Smith & Nephew und der Zimmer Holding um die Kontrolle über Centerpulse/InCentive dauerte 6 Monate; vgl. Zimmer auf der Zielgeraden, NZZ vom 7.8.2003, 19. Das ist nicht etwa eine schweizerische Besonderheit, wie etwa derjenige zwischen der kanadischen Brascan Corp. und des amerikanischen Bieterkonsortiums um Morgan Stanley um die britische Canary Wharf, welcher gut ein Jahr dauerte; vgl. Ende eines einjährigen Übernahmekampfes, NZZ vom 22.5.2004, 25. Dies gilt aber nicht nur im Fall von konkurrierenden Angeboten, wie die Übernahmeschlacht zwischen Oracle und Peoplesoft gezeigt hat, welche sich über 18 Monate hinzog; siehe FN 28.

<sup>40</sup> Siehe FN 29.

Das Gesetz gibt dazu der Übernahmekommission die notwendigen Instrumente in die Hand.<sup>41</sup> Die praktische Umsetzung erweist sich allerdings als schwieriger, als man auf den ersten Blick vielleicht annehmen könnte. Übernahmeangebote sind regelmässig mit Bedingungen verknüpft. Bei Tauschangeboten zählt dazu insbesondere die Bedingung der Zustimmung durch die Generalversammlung der Anbieterin. Eine solche Bedingung ist nicht nur legitim, sondern meist unvermeidlich, liegt die Kompetenz für Kapitalerhöhungen doch in der Mehrzahl der Rechtsordnungen bei der Generalversammlung.<sup>42</sup> Die Konkurrentin sollte deshalb zwar in der Regel in der Lage sein, rasch ein bedingtes Gegenangebot zu unterbreiten. Sie wird aber regelmässig und bei allen best efforts mindestens 30 Börsentage benötigen, um den Eintritt der zentralen Bedingungen, insbesondere der Zustimmung ihrer eigenen Aktionäre, herbeizuführen.<sup>43, 44</sup> Erst damit ist das Angebot genug konkretisiert um den Fortgang der Auktion zu rechtfertigen. Im Fall Centerpulse wurden der Übernahmekommission in diesem Zusammenhang verschiedene Vorschläge unterbreitet, die zwar von Erfindungsgabe, nicht unbedingt aber von Sinn für Symmetrie und damit Fairness zeugten. So kann es mit Blick auf die Gleichbehandlung im Auktionsprozess nicht angehen, von der einen Bieterin zu verlangen, dass sie sich zu einem Zeitpunkt für oder gegen die Erhöhung ihres ersten Angebots entscheidet, in dem noch nicht klar ist, ob eine Bedingung<sup>45</sup> im Gegenangebot erfüllt ist, in dem also gar noch nicht feststeht, ob das erste Angebot überboten worden ist.

---

<sup>41</sup> Befreiung von der Karenzfrist durch die Übernahmekommission gem. Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK i.V.m. Art. 49 Abs. 2 UEV-UEK, Verkürzung der Angebotsdauer nach Art. 14 Abs. 3 UEV-UEK und Straffung der Fristen im Fall konkurrierender Angebote nach Art. 47 Abs. 4 UEV-UEK. Zudem kann die Übernahmekommission gem. Art. 4 UEV-UEK zu allen Bestimmungen Ausnahmen gewähren, sofern dies durch ein überwiegendes Interesse gerechtfertigt ist. Vgl. STEPHAN WERLEN, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. Zürich 2001, 214.

<sup>42</sup> Zur Rechtslage in der Schweiz vgl. Art. 650 OR, Art. 651 OR und Art. 653 OR; ähnlich die Rechtslage in Deutschland: § 182 AktG, § 192 AktG und § 202 AktG und Frankreich: Code de Commerce Art. L. 225–129 und Art. L. 225–161.

<sup>43</sup> Vgl. die zwanzig-tägige Einberufungsfrist zur Generalversammlung gem. Art. 700 Abs. 1 OR.

<sup>44</sup> Eine Möglichkeit zur Verkürzung der Fristen wäre die Möglichkeit zur Schaffung eines Kapitalbandes durch die Generalversammlung, innerhalb desjenigen der Verwaltungsrat das Kapital beliebig herauf- und herabsetzen kann. Vgl. Vorschlag zur Aktienrechtsrevision von HANS CASPAR VON DER CRONE, Bericht zu einer Teilrevison des Aktienrechts: Nennwertlose Aktien, REPRAX 1/2002, 1 ff.

<sup>45</sup> Für das Angebot wesentliche Voraussetzungen, wie die Finanzierung, müssen sichergestellt sein.

Auch die Idee einer Auktion in mehreren, innert Stunden aufeinander folgenden Runden – eine Art übernahmerechtliches Blitzschach – liesse sich nur realisieren, wenn die Bieterinnen in der Lage wären, weitgehend bedingungsfreie Angebote abzugeben. Auch hier wird nämlich niemand gewillt sein, ein Angebot zu überbieten, dessen Verbindlichkeit zu diesem Zeitpunkt noch offen ist. Die Schlussfolgerung: Das Übernahmerecht kann durch die Gestaltung des Verfahrens selbst, etwa indem kurze Fristen gesetzt und rasch entschieden wird, einen Beitrag zur zügigen Abwicklung einer Auktion über die Kontrolle an einer Gesellschaft leisten.<sup>46</sup> Angesichts der involvierten Werte, der damit verbundenen Verantwortung und des auf dem Spiel stehenden Prestiges sind Illusionen allerdings fehl am Platz: Die Auseinandersetzung über die Unternehmenskontrolle braucht Zeit und Ressourcen. In einer Corporate Governance ist sie denn auch nicht Mittel der Wahl zur Sicherstellung des Unternehmenserfolgs, sondern ultima ratio, wenn sich dieser anders nicht mehr erreichen lässt.<sup>47</sup>

#### **IV. Gleichbehandlung im Verfahren vor der Übernahmekommission**

Am Verfahren vor der Übernahmekommission sind typischerweise der oder die Anbieter und die Zielgesellschaft beteiligt. Wie das Übernahmeverfahren als Ganzes soll auch das Verfahren vor der Übernahmekommission im Speziellen transparent und unter Gleichbehandlung aller Parteien abgewickelt werden.<sup>48</sup> Eingaben der Parteien werden nach der Praxis konsequent allen anderen Parteien zur Stellungnahme zugestellt – auch wenn dabei die Frist zur Stellungnahme mit Blick auf den ganzen Übernahmeprozess kurz, unter Umständen sogar auf weniger als 24 Stunden angesetzt werden muss.<sup>49</sup> Hearings mit den Parteien kommen,

---

<sup>46</sup> Art. 14 UEV-UEK und Art. 50 f. UEV-UEK.

<sup>47</sup> Zur Funktion des Kapitalmarktes und insbesondere des Unternehmenskontrollmarktes als disziplinierendes Druckmittel für ineffizientes Management siehe FN 22.

<sup>48</sup> Art. 55 UEV-UEK und Art. 59 f. UEV-UEK; TSCHÄNI/OERTLE (FN 3), N 21 ff. zu Art. 23 BEHG; ROLF H. WEBER, Börsenrecht Kommentar, Zürich 2001, N 19 ff. zu Art. 23 BEHG.

<sup>49</sup> Art. 55 Abs. 2 UEV-UEK.

von seltenen Ausnahmen abgesehen, nur dann in Frage, wenn alle Parteien vertreten sind. Was zur Unterstützung der eigenen Position eingebracht oder behauptet wird, wird grundsätzlich allen Parteien zugänglich gemacht.<sup>50</sup> Massnahmen zum Schutz des Geschäftsgeheimnisses werden nur mit Zurückhaltung und eng begrenzt auf genau bezeichnete Stellen gewährt.

## **A. Präsidialauskünfte**

Die Übernahmekommission entscheidet durch den für den jeweiligen Fall zuständigen Dreier-Ausschuss.<sup>51</sup> Die Übernahmeverordnung sieht vorgelagert zum Entscheid des Ausschusses die Möglichkeit der Präsidialauskunft vor. Solche Präsidialauskünfte sind für den Ausschuss nicht verbindlich.<sup>52</sup> Präsidialauskünfte kommen damit nur für Sachverhalte in Frage, für die bereits eine klare Praxis besteht.<sup>53</sup> Andernfalls ist der Ausschuss potentiell präjudiziert, bzw. der Präsident potentiell desavouiert. Besonders problematisch ist dies, wenn zwischen dem Erlass der Präsidialauskunft und dem Entscheid des Ausschusses weitere Parteien, etwa eine vorher nicht involvierte Zielgesellschaft oder eine Konkurrenzanbieterin dem Verfahren beitreten. In einer solchen Konstellation muss bei den später dazu tretenden Parteien praktisch der Eindruck entstehen, die Sache sei ohne ihre Mitwirkung bereits vorentschieden. In der Praxis tritt die Übernahmekommission deshalb in der Regel nicht auf ein Gesuch um Erlass einer Präsidialempfehlung ein, nimmt aber, soweit die Parteien dies wünschen, ohne weiteres im Rahmen einer Vor- oder Teilempfehlung zu strittigen Fragen Stellung.<sup>54</sup>

---

<sup>50</sup> Art. 55 Abs. 1 UEV-UEK.

<sup>51</sup> Art. 52 UEV-UEK.

<sup>52</sup> Art. 57 Abs. 2 UEV-UEK.

<sup>53</sup> Bsp: Präsidialauskunft vom 20. Februar 2004 i.S. Swisscom, vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 26. März 2004 i.S. Swisscom.

<sup>54</sup> Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 23. August 2004 i.S. ZKB Visionen, wo vorfrageweise die Zulässigkeit des Tauschs von Fondsanteilen gegen Aktien der Beteiligungsgesellschaften beurteilt wurde.

## B. Gleichbehandlung durch die Zielgesellschaft

Zur Gleichbehandlung ist aber auch die Zielgesellschaft verpflichtet.<sup>55</sup> Insbesondere bezüglich Informationen über sich selbst hat sie mehrere Anbieterinnen gleich zu behandeln.<sup>56</sup> Kritisch sind vor allem Konstellationen, in denen die Zielgesellschaft zuerst mit einer oder mehreren Parteien über eine Übernahme verhandelt, die auserkorene Anbieterin abschliessend wie vereinbart ein freundliches Angebot unterbreitet und sich darauf eine andere Interessentin dazu entschliesst, ein konkurrierendes Angebot zu unterbreiten. So schwer ihr das fallen mag: Die Zielgesellschaft ist in diesem Fall verpflichtet, ihren Beitrag zum level playing field zu leisten und beispielsweise der Konkurrentin Gelegenheit zu geben, im gleichen Umfang aber auch unter den gleichen Auflagen wie zuvor die erste Anbieterin eine due diligence Prüfung durchzuführen.<sup>57</sup> Immerhin: Grundlage des Anspruchs auf due diligence ist die Gleichbehandlungspflicht. Wer niemandem speziellen Zugang zu Informationen gewährt, ist auch nicht verpflichtet einer Anbieterin Gelegenheit zur due diligence zu geben.<sup>58</sup>

---

<sup>55</sup> Art. 29 f. BEHG.

<sup>56</sup> Art. 30 BEHG i.V.m. Art. 48 UEV-UEK; Frauenfelder ist der Ansicht, dass sowohl der Verwaltungsrat, als auch die Generalversammlung von der Gleichbehandlungspflicht betroffen sind; vgl. FRAUENFELDER (FN 22), 204. Die Übernahmekommission kann eine Ungleichbehandlung zulassen, sofern die Zielgesellschaft ein überwiegendes Interesse nachweist (Art. 48 Abs. 2 UEV-UEK). Die Geheimhaltung von Geschäftsgeheimnissen kann ein überwiegendes Interesse darstellen; vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 11. August 2000 i.S. Stancroft Ltd/Intersport PSC Holding, Erw. 1.2.

<sup>57</sup> Zur materiellen und nicht nur formellen Natur des Gleichbehandlungsgrundsatzes von Art. 48 UEV-UEK vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 11. August 2000 i.S. Stancroft Ltd/Intersport PSC Holding, Erw. 1.2; Empfehlung der Übernahmekommission vom 11. Juni 2003 i.S. Zimmer Holding/InCentive, Erw. 3.1; TSCHÄNI/OERTLE (FN 3), N 4 zu Art. 30 BEHG; WERLEN (FN 41), 208 ff.; BOHRER (FN 22), 153 ff., 160 f.; BERNET (FN 22), 310–315.

<sup>58</sup> Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 25. Juli 2003 i.S. Alpine Select/EIC Electricity SA, Erw. 1.2 f., in welcher festgestellt wurde, dass das Liquidationsvorhaben des Verwaltungsrates der EIC nicht mit einem Konkurrenzangebot i.S.v. Art. 30 BEHG gleichgesetzt werden kann und deshalb auch kein Anspruch auf due diligence durch die Alpine Select besteht.

## C. Steuern

Der Grundsatz ist klar: Die Anbieterin hat die Inhaber von Beteiligungspapieren verschiedener Kategorien gleich zu behandeln.<sup>59</sup> Er hat ihnen identische Konditionen für Verkauf oder Tausch ihrer Titel zu offerieren. Die unterschiedlichen Steuersituationen der Aktionäre führen dazu, dass der Ertrag nach Steuern, trotz Gleichbehandlung vor Steuern, für die einzelnen Steuerkonstellationen anders ausfallen kann. Die Unterschiede können erheblich sein und ohne weiteres einen Wertunterschied von 1/3 zur Folge haben.<sup>60</sup> Zu lösen ist das Problem nicht: es wäre weder möglich noch zu rechtfertigen, die Anbieterin zu verpflichten, die Aktionäre nach Steuern gleich zu stellen. Statt dessen verlangt die Übernahmekommission in solchen Fällen, dass die Anbieterin transparent auf die Steuerkonsequenzen in den für den jeweiligen Fall wichtigsten Konstellationen hinweist.<sup>61</sup> Die Aktionäre haben sich in der Folge zu entscheiden, ob sie vom Angebot Gebrauch machen oder aber die Titel auf dem Markt verkaufen wollen. Dabei sollte Arbitrage<sup>62</sup> dazu führen, dass die im Angebot liegende Prämie zumindest zum Teil auch den Aktionären zugänglich wird, die aus Steuergründen vernünftigerweise nicht vom Angebot werden Gebrauch machen können.<sup>63</sup>

---

<sup>59</sup> Art. 24 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 10 UEV-UEK.

<sup>60</sup> Es kommt insbesondere darauf an, welche Transaktionsstruktur (Barangebot oder Tauschangebot) gewählt wird, ob es sich um einen Aktienrückkauf zur Kapitalherabsetzung handelt und welchen Steuerstatus der Aktionär hat (natürliche oder juristische Person, Aktien im Privat- oder Geschäftsvermögen, inländischer oder ausländischer Wohnsitz). In der Schweiz ergibt sich diese Ungleichbehandlung bspw. aus dem Buchwertprinzip (Aktien im Geschäftsvermögen) und dem Nennwertprinzip (Aktien im Privatvermögen), wo ein anderer Betrag als Ertrag bzw. Einkommen zu versteuern ist. Vgl. Empfehlung der Übernahmekommission vom 17. Oktober 2002 i.S. Aktienrückkauf der Swissfirst AG; TSCHÄNI (FN 4), 387–391; URS SCHENKER, Steuerfragen bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions IV*, Zürich 2002, S. 223 ff.

<sup>61</sup> Vgl. die jeweiligen Angebotsprospekte sowie die Empfehlungen der Übernahmekommission vom 19. März 2001 und 11. April 2001 i.S. InCentive/Sulzer Erw. 9, wo festgehalten wurde, dass die geltende Rechtsordnung zwar zu unterschiedlichen Steuerfolgen für die Aktionäre führen kann, diese aber transparent dargelegt werden müssen. Dies gilt auch für Aktienrückkäufe; vgl. bspw. Angebotsinserat der Novartis AG vom 9. August 2004.

<sup>62</sup> Risikoloses Ausnützen inkonsistenter Preisstrukturen am Kapitalmarkt.

<sup>63</sup> Bsp: Bei Aktienrückkäufen zur Kapitalherabsetzung ist die Gesellschaft, aufgrund der höheren Transaktionskosten der Verkäufer (u.a. wegen dem direkten Abzug der

## V. Fazit

Die übernahmerechtlichen Grundsätze Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit leiten die Überlegungen und Empfehlungen der Übernahmekommission. Sie sind Ausgangspunkt zur Ausgestaltung des öffentlichen Übernahmerechts als Auktion, bestimmen den inhaltlichen Umfang einer Fairness Opinion und sind Handlungsmaxime im Verfahren vor der Übernahmekommission. Die Einhaltung der übernahmerechtlichen Grundsätze schafft ein Level Playing Field und führt daher grundsätzlich zur Legitimation des Kontrollwechsels.

---

Verrechnungssteuer, da es sich um eine Teilliquidation der Gesellschaft handelt), gezwungen, einen höheren Preis zu bezahlen. Diese Prämie gegenüber dem normalen Preis ist nur denjenigen Aktionären zugänglich, für welche es sich aufgrund ihrer Steuersituation lohnt, das Angebot anzunehmen: Aktionäre, welche ihre Aktien im Privatvermögen halten, müssen den Betrag, welcher den Nennwert übersteigt, als Einkommen versteuern, die Angebotsannahme dürfte deshalb in der Regel nicht interessant sein – Aktionäre, welche ihre Aktien im Geschäftsvermögen halten, müssen hingegen nur den Betrag, welcher über dem Buchwert liegt, als Gewinn versteuern. Dies führt dazu, dass diejenigen, welche aufgrund ihrer steuerlichen Situation das Angebot annehmen können, Aktien kaufen, um sie mit Gewinn risikolos ins Angebot anzudienen. Der höhere Preis wird so indirekt den anderen Aktionären durch eine erhöhte Nachfrage und steigende Kurse zugänglich gemacht. Der Spread zwischen normalem Börsenkurs und Angebotspreis sollte schlussendlich auf die Transaktionskosten des Verkäufers mit der besten Steuer- und Kostensituation sinken.