

## Stellung des Aktionärs im Übernahmeverfahren vor der Übernahmekommission und der Bankenkommission

Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 2A.508/2006 (BGE 133 II 81) vom 27. Februar 2007 i.S. AEM S.p.A. (Beschwerdeführerin) gegen die Übernahmekommission sowie die Eidgenössische Bankenkommission (Beschwerdegegnerinnen)

Mit Bemerkungen von lic. iur. Matti Läser und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, beide Zürich\*

### Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
- II. Erwägungen des Bundesgerichts
  - 1. Stellung des Aktionärs vor der Übernahmekommission
  - 2. Stellung des Aktionärs vor der Eidgenössischen Bankenkommission
  - 3. Verwaltungsgerichtsbeschwerde ans Bundesgericht
- III. Bemerkungen
  - 1. Stellung des Aktionärs vor der Übernahmekommission
    - 1.1 Aufgaben der UEK
    - 1.2 Partei und Intervenient im Verfahren vor der UEK
    - 1.3 Empfehlungen vor und nach Unterbreitung des Angebots
  - 2. Stellung des Aktionärs vor der Eidgenössischen Bankenkommission
  - 3. Teilrevision des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel
    - 3.1 Instanzenzug
    - 3.2 Verfügungskompetenz für die UEK
    - 3.3 Parteistellung vor der UEK
    - 3.4 Parteistellung vor der FINMA
    - 3.5 Fristen
- IV. Fazit

### I. Sachverhalt

Die Motor-Columbus AG hielt 58,51% aller Namenaktien der börsenkotierten Aare-Tessin AG (Atel). Die UBS AG veräusserte am 29. September 2005 ihre Beteiligung an der Motor-Columbus AG in Höhe von 55,64% an verschiedene Käufer, darunter Atel. Gleichzeitig schloss Atel mit den übrigen Aktienkäufern, die ihrerseits ein Konsortium bilden, eine Konsortialvereinbarung ab. Mit Empfehlung vom 11. August 2005 stellte die Übernahmekommission fest, die Konsortialmitglieder und Atel müssten ein öffentliches Kaufangebot i.S.v. Art. 32 Abs. 1 BEHG unterbreiten. Der Motor-Columbus wurde gestattet, das Pflichtangebot im Auftrag der Konsortialmitglieder durchzuführen und den Atel-Aktionären

Aktien von Motor-Columbus zum Umtausch anzubieten. Am 23. März 2006 unterzeichneten Motor-Columbus und Atel einen Fusionsvertrag, wonach Motor-Columbus in Atel als übernehmende Gesellschaft fusionieren sollte. Am 24. März 2006 veröffentlichte Motor-Columbus die Voranmeldung des öffentlichen Umtauschangebotes. Am 17./21. März 2006 wandte sich die AEM S.p.A. (Beschwerdeführerin) als Aktionärin mit einer Beteiligung in Höhe von 5,76% an Atel an die Übernahmekommission mit dem Ersuchen, das öffentliche Übernahmeangebot als unzulässig zu erklären und zu empfehlen, den Angebotsprospekt nicht zu veröffentlichen. Mit Empfehlung vom 24. März 2006 liess die Übernahmekommission AEM als Intervenientin i.S.v. Art. 54 UEV-UEK im Verfahren zu. Mit Empfehlung vom 7. April 2006 entschied die Übernahmekommission, dass der Angebotsprospekt in verschiedener Hinsicht zu ändern sei. An der von AEM insbesondere beanstandeten Kombination des Umtauschangebotes mit anschliessender Fusion («reverse merger») hatte sie hingegen nichts auszusetzen. AEM erklärte, sie lehne diese Empfehlung ab, worauf die Übernahmekommission die Eingabe der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission übermittelte. Diese bejahte am 3. Mai 2006 die Ablehnungsbefugnis von AEM, auch wenn sie am Verfahren vor der Übernahmekommission nur als Intervenientin teilgenommen hatte. Weiter gab sie AEM teilweise Recht und verfügte, das Umtauschangebot entspreche nicht dem Börsengesetz. Das Umtauschangebot wurde jedoch nicht suspendiert. Atel und Motor-Columbus hoben in der Folge den Fusionsvertrag auf. Die Übernahmekommission stellte daraufhin die Gesetzeskonformität des geänderten Angebotes fest. AEM lehnte diese Empfehlung ab, worauf die Eidgenössische Bankenkommission verfügte, das geänderte Umtauschangebot entspreche nunmehr dem Börsengesetz. Gegen diese Verfügung erhob AEM am 4. September 2006 beim Bundesgericht Verwaltungsgerichtsbeschwerde. Das Bundesgericht tritt auf die Verwaltungsgerichtsbeschwerde nicht ein.

### II. Erwägungen des Bundesgerichts

Das Bundesgericht befasst sich ausschliesslich mit der Stellung des Minderheitsaktionärs im Über-

\* Matti Läser ist wissenschaftlicher Assistent am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich, Hans Caspar von der Crone Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich. Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

nahmeverfahren. Zunächst geht es auf die unterschiedliche Position von Partei und Intervenient vor der Übernahmekommission (UEK) ein [1.]. Sodann wird untersucht, ob einem Aktionär, der vor der Übernahmekommission als Intervenient am Verfahren teilnahm, vor der Übernahmekammer der Bankenkommision (EBK) Parteistellung zukommt [2.]. Schliesslich wird kurz darauf eingegangen, ob trotz fehlender Parteistellung im Verfahren vor der Bankenkommision auf eine Verwaltungsgerichtsbeschwerde einzutreten sei [3.].

### 1. Stellung des Aktionärs vor der Übernahmekommission

Das Bundesgericht legt zunächst dar, dass ein Minderheitsaktionär, der am Verfahren vor der Übernahmekommission nicht als Partei, sondern nur als Intervenient teilgenommen hat, nicht befugt ist, eine Empfehlung der Kommission abzulehnen.<sup>1</sup> Dieses Recht steht nur den Parteien zu,<sup>2</sup> wobei der Parteibegriff von Art. 53 Abs. 1 UEV-UEK abschliessend bestimmt wird.<sup>3</sup> Als Partei gelten demzufolge nur der Anbieter, die Personen, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln und die Zielgesellschaft. Die Beschwerdeführerin als Minderheitsaktionärin ist damit nicht Partei und kann Empfehlungen der UEK nicht ablehnen.<sup>4</sup> Aktionäre sind dennoch nicht gänzlich vom Verfahren ausgeschlossen: Sie können als Intervenienten am Verfahren teilnehmen und Einwendungen vorbringen, sofern sie ein direktes berechtigtes Interesse geltend machen.<sup>5</sup> Die Beschwerdeführerin verfügt über eine Beteiligung in Höhe von 5,76%, weshalb ihr berechtigtes Interesse vermutet wird.<sup>6</sup> Sie ist damit befugt, sich schriftlich und gestützt auf die öffentlich zugänglichen Dokumente vernehmen zu lassen. Das Bundesgericht ist der Auffassung, damit sei den schutzwürdigen Interessen der Minderheitsaktionäre genügend Rechnung getragen.<sup>7</sup> Die Beschränkung der Ablehnungsbefugnis verstosse nicht gegen die materiell- und verfahrensrechtlichen

Zielsetzungen des Übernahmerechts.<sup>8</sup> Neben dem Schutz der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft bezweckt die Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote auch den Schutz der Zielgesellschaft vor einer unzumutbaren Beeinträchtigung ihrer Geschäftstätigkeit.<sup>9</sup> Daraus folgt, dass eine rasche, ausgewogene und einfache Entscheidungsfindung anzustreben ist, wobei aber auch ein rechtsstaatliches Verfahren gewährleistet werden muss. Laut Bundesgericht wird die vom Verordnungsgeber vorgesehene beschränkte Teilnahme der Zielaktionäre am Verfahren vor der UEK beiden Zielen gerecht.<sup>10</sup>

Das Bundesgericht stellt weiter fest, eine Ablehnungsbefugnis des Minderheitsaktionärs könne sich auch nicht aus Art. 23 Abs. 3 Satz 3 BEHG ergeben.<sup>11</sup> Der dort verwendete Begriff der Beteiligten umfasse nur die in Satz 2 genannten Anbieter und Zielgesellschaften. Auch wenn Empfehlungen Intervenienten zugestellt werden, seien diese nicht zur Ablehnung berechtigt.<sup>12</sup>

Eine Parteistellung könne im zu beurteilenden Fall auch nicht aus Art. 35 Abs. 2<sup>quater</sup> BEHV-EBK abgeleitet werden, da diese Norm nur bei Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht bzw. bei Gewährung einer besonderen Ausnahme durch die UEK dem Aktionär die Möglichkeit eröffnet, bei der EBK den Erlass einer anfechtbaren Verfügung zu verlangen.<sup>13</sup>

### 2. Stellung des Aktionärs vor der Eidgenössischen Bankenkommision

Laut Bundesgericht steht dem Aktionär auch vor der Übernahmekammer der Bankenkommision keine Parteistellung zu. Mangels spezifischer börsenrechtlicher Regeln muss im Zusammenhang mit der Parteistellung vor der EBK die verwaltungsrechtliche Grundnorm beigezogen werden. Die Auslegung von Art. 6 VwVG hat aber im Lichte der besonderen Organisations- und Verfahrensbestimmungen des Börsenrechts zu erfolgen. Der Gesetz- und Verordnungs-

<sup>1</sup> BGE 133 II 81, 87 Erw. 4.2.

<sup>2</sup> Art. 5 Abs. 1 UEV-UEK.

<sup>3</sup> BGE 133 II 81, 86 Erw. 4.1.

<sup>4</sup> BGE 133 II 81, 87 Erw. 4.2.

<sup>5</sup> Art. 54 Abs. 1 UEV-UEK.

<sup>6</sup> Art. 54 Abs. 2 UEV-UEK i.V.m. Art. 38 Abs. 1 UEV-UEK.

<sup>7</sup> BGE 133 II 81, 87 Erw. 4.2 mit Hinweis auf BGE 129 II 183, 190 Erw. 4.2.

<sup>8</sup> BGE 133 II 81, 88 Erw. 4.3.2.

<sup>9</sup> BGE 133 II 81, 89 Erw. 4.3.2.

<sup>10</sup> BGE 133 II 81, 90 Erw. 4.3.2.

<sup>11</sup> BGE 133 II 81, 88 Erw. 4.3.1; a.M. *Renate Wey/Lukas Huber*, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: SZW 3 (2001), S. 151; *Rolf H. Weber*, Börsenrecht, Zürich 2001, N 17 zu Art. 23.

<sup>12</sup> BGE 133 II 81, 88 Erw. 4.3.1.

<sup>13</sup> BGE 133 II 81, 91 Erw. 4.3.3.

geber wollte das Übernahmeverfahren einfach und rasch ausgestalten. Im Widerspruch zu diesem Anliegen stehe der Einbezug von Personen, die vor der UEK keine Parteistellung innehatten.<sup>14</sup>

### 3. Verwaltungsgerichtsbeschwerden ans Bundesgericht

Nach den im konkreten Fall anwendbaren Verfahrensbestimmungen<sup>15</sup> unterliegen Verfügungen der EBK unmittelbar der Verwaltungsgerichtsbeschwerde ans Bundesgericht. Wie oben erwähnt,<sup>16</sup> war die Beschwerdeführerin nicht legitimiert, von der EBK eine von den Empfehlungen der UEK abweichende Verfügung zu verlangen. Dieses Ziel kann sie mangels eines schutzwürdigen Interesses auch nicht mit einer Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht erreichen,<sup>17</sup> weshalb das Bundesgericht nicht auf die Beschwerde eintritt.

## III. Bemerkungen

### 1. Stellung des Aktionärs vor der Übernahmekommission

#### 1.1 Aufgaben der UEK

Die Übernahmekommission überprüft die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote. Sie erlässt Empfehlungen zu jedem öffentlichen Kaufangebot zuhanden der Parteien.<sup>18</sup> Da es sich bei den Empfehlungen<sup>19</sup> um einseitige, rechtlich unverbindliche Verhaltensanweisungen handelt, können

sie von der UEK nicht zwangsweise durchgesetzt werden. Den Adressaten ist es freigestellt, ob sie die Empfehlungen befolgen wollen.<sup>20</sup> Entsprechend statuiert Art. 5 Abs. 1 UEV-UEK ein Ablehnungsrecht zugunsten der Parteien. Wird dieses wahrgenommen oder die Empfehlung nicht fristgerecht erfüllt oder anderweitig missachtet, überweist die UEK die Sache an die EBK zur Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens.<sup>21</sup> Die EBK als Aufsichtsbehörde hat im Unterschied zur UEK Verfügungskompetenz.<sup>22</sup>

Die UEK wahrt die Interessen des Aktionärs, indem sie ihn vor börsengesetzwidrigen Übernahmeangeboten schützt.<sup>23</sup> Die Tätigkeit der UEK steht damit in engem Zusammenhang mit der aktienrechtlichen Realität der passiven Kapitalanlage.<sup>24</sup> Aktionäre müssen sich nicht aktiv an der Gesellschaft beteiligen, sondern können sich auf das passive Halten ihrer Beteiligung beschränken. Die Passivität wird auf der einen Seite ermöglicht durch die Einschränkung der Haftbarkeit des Aktionärs: Im Unterschied zu den personenbezogenen Gesellschaften – wie beispiels-

<sup>20</sup> Myriam Senn, Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz: Entstehung – Rechtsnatur – Organisation – Ausblick, in: AJP 9 (1997), S. 1183 mit Hinweis auf Häfelin/Müller/Uhlmann (Fn. 19); Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Einführung und Überblick, 2. Aufl., Bern 2004, § 11 N 329.

<sup>21</sup> Art. 5 Abs. 3 UEV-UEK.

<sup>22</sup> Art. 35 Abs. 1 BEHG.

<sup>23</sup> Bei öffentlichen Übernahmeangeboten sind die Aktionäre der Zielgesellschaft dem Anbieter und dem eigenen Management informationsbedingt und strukturell unterlegen. Sie stehen unter Entscheidungszwang und verfügen über keine Koordinierungsmöglichkeiten; sie bedürfen daher grösster Aufmerksamkeit. Die Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote soll den Aktionären im Voraus eine sachgerechte und zeitdruckfreie Anlegerentscheidung ermöglichen: Christian J. Meier-Schatz, in: Christian J. Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 109. Allgemein zu den Zielsetzungen des Übernahmerechts: Rudolf Tschäni, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, in: AJP 3 (1994), S. 310; Robert Bernet, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Diss. Bern 1998, S. 74 ff.; Hans Caspar von der Crone, Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 1 f.; Thomas Werlen, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts, Diss. Zürich 1994, S. 29 ff.

<sup>24</sup> Zur Rechtswirklichkeit der schweizerischen Publikumsgesellschaft siehe Till Spillmann, Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften, Diss., Zürich/Basel/Genf 2004, S. 164 ff.

<sup>14</sup> BGE 133 II 81, 93 Erw. 5.3.

<sup>15</sup> Art. 39a BEHG i.V.m. Art. 32 BEHG und Art. 98 lit. f OG. Das Bundesgesetz über das Bundesgericht (BGG) ist am 1. Januar 2007 in Kraft getreten und hat das Bundesgesetz über die Organisation der Bundesrechtspflege (OG) ersetzt. Weil die Beschwerde vor dem 1. Januar 2007 eingereicht wurde und ein zuvor ergangenes Urteil zum Gegenstand hat, stützt sich der Entscheid noch auf das OG (vgl. Art. 132 Abs. 1 BGG).

<sup>16</sup> Siehe II.2.

<sup>17</sup> BGE 133 II 81, 85, 93 Erw. 3 und 6.

<sup>18</sup> Art. 23 Abs. 3 BEHG, Art. 3 Abs. 1 UEV-UEK, Art. 1 R-UEK.

<sup>19</sup> Allgemein zu den Empfehlungen als Form des tatsächlichen Verwaltungshandelns: Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2006, Rz. 730a, 878 f.; Pierre Tschannen/Ulrich Zimmerli, Allgemeines Verwaltungsrecht, 2. Aufl., Bern 2005, § 39 Rz. 3 ff. m.w.H.

weise die Kollektivgesellschaft, wo die Gesellschafter subsidiär unbeschränkt und solidarisch haften<sup>25</sup> – hat der Aktionär maximal im Umfang seiner Kapitaleinlage für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft einzustehen. Auf der anderen Seite trifft den Aktionär keine über die Liberierung hinausgehende Pflicht, so auch keine Pflicht zur Geschäftsführung.<sup>26</sup> Die fehlende Geschäftsführungspflicht und die Haftungsbeschränkung führen dazu, dass der Aktionär unbesorgt um den Geschäftsgang und die damit verbundenen Haftungsrisiken in mehrere Gesellschaften investieren kann und in der Folge in den einzelnen Gesellschaften passiv bleiben kann, sofern er dies wünscht. Das Aktionariat jeder AG lässt sich damit grundsätzlich in aktive und passive Aktionäre unterteilen. In der Praxis finden sich freilich häufig Mischungen aus den beiden Idealtypen. Manche Aktionäre wechseln auch situativ aus der passiven in die aktive Rolle, wenn wichtige Entscheide anstehen. Sowohl der aktive als auch der passive Aktionär verfolgt das Ziel der Wertvermehrung, unterschiedlich ist hingegen die Vorgehensweise. Der passive Aktionär investiert diversifiziert in mehrere Gesellschaften, wobei er grundsätzlich auf eine aktive Beteiligung an der Willensbildung der einzelnen Gesellschaften verzichtet. Durch die Diversifikation beseitigt er kostenlos das sog. unsystematische Risiko.<sup>27</sup> Der aktive Aktionär hingegen konzentriert seine Investitionen auf

eine oder wenige Gesellschaften, in denen er sich grundsätzlich aktiv an der Willensbildung beteiligt. Aktives Verhalten macht allerdings erst ab einer gewissen Beteiligungsgrösse Sinn, ist dieses doch mit Kosten verbunden: Will sich ein Aktionär beispielsweise wirkungsvoll an einer Generalversammlung beteiligen, muss er sich über die Traktanden informieren, was je nach Komplexität der Vorlagen spezifisches Fachwissen erfordert, dessen Aneignung Informationskosten verursacht. Bei einer geringen Beteiligung an der Gesellschaft kann er den Entscheid zudem kaum beeinflussen. Insgesamt verfügt der Aktionär mit geringer Beteiligung deshalb nur über spärliche Anreize, sich an der Willensbildung zu beteiligen und das Management zu kontrollieren.<sup>28</sup> Mit steigender Beteiligungsgrösse erhöht sich der Nutzen für den Aktionär aus seiner Kontrollinvestition; die aktive Ausübung der Kontrollfunktion wird für ihn folglich attraktiver.<sup>29</sup> Überwachen einzelne aktive Aktionäre das Management, so kommt dies allen Aktionären zugute,<sup>30</sup> sofern die Ausübung der Aktionärsrechte nicht aus sachfremder Motivation erfolgt. Die Gefahr der Verfolgung sachfremder Interessen durch den Aktionär sinkt dabei mit steigender Beteiligungsgrösse, schädigt doch solches Verhalten neben der Gesellschaft zunehmend auch ihn selbst. Es darf daher davon ausgegangen werden, dass grössere Aktionäre grundsätzlich auch die Interessen der weniger stark beteiligten Aktionäre wahrnehmen. Bei grosser Zersplitterung des Aktionariats dagegen besteht die Gefahr, dass kein Aktionär die Kontrollfunktion wahrnimmt und sich die Passivität der Aktionäre zu deren Nachteil auswirkt. Angesichts der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Risikokontrolle durch Diversifikation besteht deshalb ein Regulierungsbedarf: Das Recht muss dafür sorgen, dass sich Aktionäre, wenn sie dies wünschen, risikofrei passiv verhalten können. Dies geschieht nicht zuletzt durch die Regulierung des Übernahmemarktes. Wäre der aktive Aktionär die Regel, so wäre die Notwendigkeit einer Beaufsichtigung des Unternehmenskontroll-

<sup>25</sup> Art. 568 OR.

<sup>26</sup> Art. 680 Abs. 1 OR. Nach der herrschenden Lehre ist Art. 680 Abs. 1 OR strikt auszulegen, es dürfen auch keine indirekt vermögensmässigen Leistungen – wie zum Beispiel die Pflicht zur Mitwirkung in der Generalversammlung – statutarisch vorgesehen werden (*F. Wolfhart Bürgi*, ZK-Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Zürich 1957, N 9 f. zu Art. 680; *Fritz von Steiger*, Das Recht der Aktiengesellschaft in der Schweiz, 4. Aufl., Zürich 1970, S. 20; *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 42 N 25; *Peter Kurer*, in: Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, 2. Aufl., Basel/Genf/München 2002, N 9 zu Art. 680). Freilich können durch einen anderen Erlass auf Gesetzesstufe weitere Aktionärspflichten eingeführt werden. Als Beispiel hierfür sind die Meldepflicht (Art. 20 BEHG) und das Pflichtangebot nach Art. 32 BEHG zu nennen.

<sup>27</sup> Als systematisches Risiko wird das allgemeine Marktrisiko bezeichnet. Das gemäss der Portfolio Theorie durch Diversifikation beseitigbare unsystematische Risiko ist das titelspezifische Risiko (*Hans Caspar von der Crone*, Risiko und Corporate Governance, in: Hans Caspar von der Crone/Peter Forstmoser/Rolf H. Weber/Roger Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarkt-

rechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich, Basel, Genf 2004, S. 556 m.w.H.).

<sup>28</sup> *Markus Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000, S. 175 m.w.H.

<sup>29</sup> Vgl. *Ruffner* (Fn. 28), S. 441 f. m.w.H.

<sup>30</sup> *Ruffner* (Fn. 28), S. 175 m.w.H.; *Georg Gotschev*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss. Zürich 2005, N 62.

marktes weit weniger klar. Illustrativ ist der Vergleich mit der Private Equity.<sup>31</sup> Im Vordergrund steht hier die aktive, wenig diversifizierte Anlage; ein Bedarf nach Regulierung scheint zumindest nicht akut. Im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten übernimmt die UEK also eine Kontrollfunktion zugunsten des passiven Aktionärs. Sie trägt dazu bei, dass dieser auf die Rechtmässigkeit eines Kaufangebotes vertrauen kann und selber keinen Kontrollaufwand betreiben muss.<sup>32</sup> Zudem verfügt die UEK über einen umfassenderen Zugang zu Informationen als der Aktionär.<sup>33</sup> Überdies kann sie Dokumente einer Partei, die einem berechtigten Geheimhaltungsinteresse unterliegen, vertraulich entgegennehmen.<sup>34</sup> Die UEK trägt damit zur Überbrückung der Informationsasymmetrien zwischen Anbieterin und Verwaltungsrat sowie Aktionären bei.<sup>35</sup>

<sup>31</sup> *Ulysses von Salis-Lütolf*, Private Equity Finanzierungsverträge, Zürich/Basel/Genf 2002, N 38 ff. beschreibt Private Equity als eine Finanzierungsform, bei der ein Kapitalgeber Risikokapital als Eigenkapital in ein (noch) nicht an der Börse kotiertes Unternehmen einbringt. Dabei ist von Anfang an klar, dass die Investition nur von begrenzter Dauer ist. Der Investor übernimmt i.d.R. nur eine Minderheitsbeteiligung und nicht die Geschäftsführung der Zielgesellschaft. Anders als bei Investitionen durch das Publikum in börsenkotierte Gesellschaften werden bei Private Equity Investitionen die Konditionen detailliert ausgehandelt, wobei sich der Investor seinen Einfluss durch Verträge, namentlich Aktionärbindungsverträge, sichert.

<sup>32</sup> Die UEK wird in erster Linie finanziert durch die Gebühren, die sie erhebt. Daneben sind die Börsen verpflichtet, ein allfälliges Defizit zu tragen (Art. 23 Abs. 5 BEHG, Art. 62 UEV-UEK, Art. 35 Abs. 6 BEHV-EBK, Art. 11 R-UEK). Der Aktionär trägt die Kosten für die Tätigkeit der UEK demzufolge nur indirekt.

<sup>33</sup> Nach Art. 23 Abs. 3 Satz 2 BEHG kann die UEK von Anbietern und Zielgesellschaften alle Auskünfte und Unterlagen verlangen. Das Auskunfts- und Editionsrecht umfasst jegliche Auskünfte und Unterlagen, die sie für die Überprüfung eines öffentlichen Angebotes benötigt. Weigert sich eine Partei, ihrer Pflicht nachzukommen, stehen der UEK keine zwangsrechtlichen Mittel zur Durchsetzung zur Verfügung. Diese Kompetenz kommt nur der EBK zu: *Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem*, in: Basler Kommentar, Börsengesetz, Basel 2007, N 17 zu Art. 23.

<sup>34</sup> Art. 59 Abs. 3 UEV-UEK. Eingehender zur vertraulichen Entgegennahme von Dokumenten: Empfehlung Centerpulse AG/InCentive Capital AG vom 15. August 2003 Erw. 2.2 ff.

<sup>35</sup> Im Verhältnis zwischen Prinzipal (Aktionär) und Agent (Verwaltungsrat) sind die relevanten Informationen asymmetrisch verteilt. Der Prinzipal kann deshalb die Leistungen des Agenten nicht richtig beurteilen, das Verhalten

Nach der geltenden Rechtslage können Aktionäre ab einer Beteiligung von fünf Prozent im Rahmen einer Intervenientenstellung beschränkt Einfluss ausüben.<sup>36</sup> Wie die vorstehende Analyse gezeigt hat, ist die Beschränkung auf Aktionäre mit einer Beteiligung in einer bestimmten Grössenordnung sinnvoll. Schwierig nachzuvollziehen ist hingegen, dass die Einflussmöglichkeiten limitiert bleiben, auch wenn die genannte Voraussetzung erfüllt ist. Grundsätzlich sollte der Aktionär nach dem Überschreiten einer gewissen Beteiligungsschwelle volle Parteirechte erlangen. Die noch eingehender darzustellende Neuregelung<sup>37</sup> der Parteistellung trägt dieser Forderung Rechnung und spricht dem Aktionär Parteistellung zu, sofern er über zwei Prozent der Stimmrechte verfügt.

### 1.2 Partei und Intervenient im Verfahren vor der UEK

Wer vor der UEK als Partei gilt, bestimmt sich abschliessend nach Art. 53 Abs. 1 UEV-UEK: Der Anbieter, die Personen, welche mit diesem in gemeinsamer Absprache handeln, sowie die Zielgesellschaft.<sup>38</sup> Nach dieser Vorschrift ist der Parteibegriff im Verfahren vor der UEK weniger umfassend als im gewöhnlichen Verwaltungsverfahren, wo Personen, deren Rechte oder Pflichten durch die Verfügung berührt werden, und weitere Personen, Organisationen oder Behörden, denen ein Rechtsmittel gegen die Verfügung zusteht, als Partei gelten.<sup>39</sup> Die Übernahmeverordnung ist im Verhältnis zum – in diesem Zusammenhang ausdrücklich nicht anwendbaren<sup>40</sup> – Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren (VwVG) eine *lex specialis*.<sup>41</sup> Der Parteibegriff des Art. 6 VwVG kommt damit nicht zur Anwendung.

Die Übernahmeverordnung lässt mit den Intervenienten weitere Beteiligte zur Teilnahme am Verfahren zu.<sup>42</sup> Erforderlich ist die Geltendmachung eines berechtigten Interesses. Ein solches wird vermutet

des Agenten entzieht sich einer effektiven Kontrolle durch den Aktionär. Vgl. dazu *von Salis* (Fn. 31), N 14 ff.

<sup>36</sup> Art. 54 UEV-UEK i.V.m. Art. 38 UEV-UEK. Siehe dazu auch III.1.2.

<sup>37</sup> Siehe III.3.3.

<sup>38</sup> Vgl. BGE 129 II 183, 189 f. Erw. 4.2; *Myriam Senn*, Anmerkung zu BGE 129 II 183, in: AJP 9 (2003), S. 1108 f.

<sup>39</sup> Art. 6 VwVG.

<sup>40</sup> Art. 55 Abs. 5 UEV-UEK.

<sup>41</sup> BGE 129 II 183, 189 Erw. 4.2.

<sup>42</sup> Art. 54 UEV-UEK.

bei Personen, die über eine Beteiligung von mindestens fünf Prozent an der Zielgesellschaft verfügen.<sup>43</sup> Intervenienten können sich grundsätzlich nur schriftlich und gestützt auf öffentlich zugängliche Dokumente äussern. Soweit sie ein berechtigtes Interesse an der Berücksichtigung weiterer Unterlagen geltend machen, kann die UEK einen weitergehenden Zugang bewilligen.<sup>44</sup>

Diese Konzeption soll laut Bundesgericht ein rechtsstaatliches Verfahren gewährleisten. Durch die Gewährung des Intervenientenstatus habe der Verordnungsgeber einen Weg gefunden, neben einem genügenden Minderheitenschutz ein schnelles und flexibles Verfahren zu gewährleisten.<sup>45</sup> Es trifft zu, dass der Regelung öffentlicher Kaufangebote verschiedene, teilweise gegenläufige Schutzziele zugrunde liegen.<sup>46</sup> In Konflikt können insbesondere der Schutz der Minderheitsaktionäre und die Forderung nach einem raschen und effizienten Verfahren stehen. Der Verordnungsgeber hat sich für die stärkere Gewichtung des Bedürfnisses nach einem beschleunigten Verfahren entschieden und gewährt dem Aktionär vor der UEK nur beschränkt rechtliches Gehör. Vor den folgenden Instanzen kann sich der Aktionär nicht einmal mehr in diesem Ausmass äussern.

Die generelle Beschränkung des rechtlichen Gehörs des Aktionärs ist zu bedauern. Sie ist unverhältnismässig, weil durchaus Möglichkeiten bestehen, das Verfahren einfach und rasch zu gestalten und gleichzeitig dem Bedürfnis des Aktionärs nach rechtlichem Gehör verstärkt nachzukommen. Über den Angebotsprospekt hinausgehende Transparenz in einem einfachen und raschen Verfahren könnte dem Aktionär durch ein zusätzliches Auflageverfahren verschafft werden. Ein vergleichbares Verfahren schreibt das Fusionsgesetz vor.<sup>47</sup> Nach Art. 16 FusG muss jede an der Fusion beteiligte Gesellschaft an ihrem Sitz den Gesellschaftern während 30 Tagen Einsicht u.a. in den Fusionsvertrag, den Fusionsbericht und den Prüfungsbericht gewähren. Nach Absatz 3 der Bestimmung müssen die zur Einsicht aufliegenden Unterlagen den Gesellschaftern auf Verlan-

gen in Kopie zugestellt werden. In Berücksichtigung der zeitlichen Dringlichkeit im Übernahmeverfahren sollte die Frist für die Einsicht deutlich kürzer ausfallen als im Fusionsgesetz. Zudem müsste von der Möglichkeit, die Zustellung von Kopien zu verlangen, abgesehen werden oder die gesetzliche Grundlage für eine Zustellung auf elektronischem Weg geschaffen werden.<sup>48</sup> Weiter könnte die Befugnis zur Ablehnung von Empfehlungen und damit die Gewährung des uneingeschränkten rechtlichen Gehörs als Minderheitenrecht statt als Individualrecht ausgestaltet werden, d.h. Aktionäre mit einer bestimmten Beteiligungsquote sollten die Empfehlungen der UEK weiterziehen können. Offensichtlich missbräuchlicher Weiterziehung von Empfehlungen durch Aktionäre müsste durch Nichteintreten begegnet werden. Auch dem Bedürfnis nach einem schnellen Übernahmeverfahren könnte verstärkt Rechnung getragen werden, indem Fristen verkürzt und die aufschiebende Wirkung von Rechtsmitteln verweigert würde. Einige dieser Vorschläge haben erfreulicherweise Eingang in die Gesetzgebung gefunden, wie weiter hinten zu zeigen ist.<sup>49</sup>

Schliesslich ist anzufügen, dass jede Verbesserung des rechtlichen Gehörs zu einer stärkeren Legitimation des in der Folge ergangenen Entscheides führt. Die Gewährung des rechtlichen Gehörs liegt daher auch im Interesse der Behörden selbst.

### 1.3 Empfehlungen vor und nach Unterbreitung des Angebots

Im vorliegenden Fall beabsichtigte die Beschwerdeführerin die Anfechtung einer Verfügung der EBK vor Bundesgericht. Inhalt der Verfügung war die Bestätigung der Empfehlung der UEK, die dem öffentlichen Übernahmeangebot Gesetzeskonformität bescheinigte. Damit betraf die Empfehlung die Modalitäten eines laufenden Angebots.<sup>50</sup> Davon zu unterscheiden sind Empfehlungen der UEK, welche die Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht oder die Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht betreffen. Noch in BGE 129 II 183 hatte

<sup>43</sup> Art. 54 Abs. 2 UEV-UEK i.V.m. Art. 38 UEV-UEK.

<sup>44</sup> Art. 54 Abs. 3 UEV-UEK.

<sup>45</sup> BGE 133 II 81, 90 Erw. 4.3.2; vgl. auch *Tschäni/Iffland/Diem* (Fn. 33), N 21.

<sup>46</sup> BGE 133 II 81, 88 Erw. 4.3.2; zu den Zielen des Übernahmerechts siehe die Hinweise in Fn. 23.

<sup>47</sup> Art. 16, 41, 63, 93 FusG.

<sup>48</sup> Im Bereich des FusG fehlt es bisher an dieser Möglichkeit mangels genügender gesetzlicher Grundlage: *Hans Caspar von der Crone/Andreas Gersbach/Franz J. Kessler/Martin Dietrich/Katja Berlinger*, Das Fusionsgesetz, Zürich 2004, Rz. 364.

<sup>49</sup> Siehe III.3.

<sup>50</sup> BGE 133 II 81, 91 f. Erw. 4.3.3.

das Bundesgericht entschieden, dass nur die Parteien eine Empfehlung ablehnen können, die das Nichtbestehen einer Angebotspflicht feststellt. Diese Rechtsprechung veranlasste die EBK zum Erlass einer neuen Verordnungsbestimmung.<sup>51</sup> Diese erlaubt nun allen an der Zielgesellschaft Beteiligten die Ablehnung einer Empfehlung, sofern es um die Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht oder um die Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht geht. Der Argumentation des Bundesgerichts, wonach sich die Beschwerdeführerin zur Begründung einer Parteistellung nicht auf die genannte Regelung berufen könne, überzeugt:<sup>52</sup> Einerseits besteht im Rahmen eines laufenden Übernahmeangebotes eine grössere zeitliche Dringlichkeit; daneben ist aber auch zu beachten, dass die Fragen, in denen auch den Aktionären die Ablehnungsbefugnis zusteht, für diese von grösserer Tragweite sind; so bedeutet die Nichtanwendung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote, dass die verschiedenen Bestimmungen zum Schutz der Minderheitsaktionäre nicht angewendet werden. Zudem ergibt sich auch aus dem Wortlaut des Verordnungstextes, dass sich die Bestimmung nicht auf laufende Angebote bezieht.

## 2. Stellung des Aktionärs vor der Eidgenössischen Bankkommission

Die EBK befasst sich mit einer Empfehlung der UEK, wenn sie selber in der Sache entscheiden will, der Gesuchsteller eine Empfehlung ablehnt oder missachtet oder wenn die UEK sie um einen Entscheid ersucht.<sup>53</sup> Die UEK muss der EBK Meldung erstatten, wenn eine Empfehlung missachtet bzw. nicht fristgerecht erfüllt wird.<sup>54</sup> Die EBK eröffnet so-

dann ein formelles Verwaltungsverfahren, das eigenständigen Charakter hat.<sup>55</sup>

Die Beschwerdeführerin war der Auffassung, dass Art. 6 VwVG uneingeschränkte Geltung beanspruche, weil es sich um ein formelles Verwaltungsverfahren handle. Die Voraussetzungen von Art. 6 VwVG erfülle sie klarerweise, weshalb sie von der EBK eine von der Empfehlung der UEK abweichende Verfügung verlangen könne und eine Verwaltungsgerichtsbeschwerde ans Bundesgericht richten könne.<sup>56</sup>

Die Beschwerde eröffnet dem Bundesgericht die Möglichkeit, sich zur bisher offen gelassenen Frage, ob ein Minderheitsaktionär im Verfahren vor der EBK Parteistellung besitzt, zu äussern.<sup>57</sup> Das Bundesgericht führt aus, dass im Zusammenhang mit Art. 32 BEHG die Parteistellung mangels spezifischer börsenrechtlicher Regelung gestützt auf Art. 6 VwVG zu definieren sei.<sup>58</sup> Die Norm sei aber im Lichte der besonderen Organisations- und Verfahrensbestimmungen der Börsengesetzgebung auszulegen. Die Auslegung lasse in der zur Diskussion stehenden Angelegenheit nicht den Schluss zu, dass die Beschwerdeführerin umso mehr berechtigt sei, vor der EBK als Partei zu gelten, da sie vor der UEK eben nicht Parteistellung hatte. Es dränge sich vielmehr eine übereinstimmende Beantwortung der Frage nach der Parteistellung in beiden Verfahrensstadien auf. Der Forderung nach einem einfachen und raschen Verfahren komme in diesem Zusammenhang sogar noch grössere Bedeutung zu, da die Verfügung der EBK ans Bundesgericht weitergezogen werden könne. Zudem würde das Verfahren nicht vor der mit besonderem Sachverstand und Beurteilungsnähe ausgestatteten UEK, sondern erst vor der Aufsichtsbehörde stattfinden. Die Auffassung der Beschwerdeführerin stehe zudem auch nicht im Einklang mit Art. 35 Abs. 3 BEHV-EBK. Keine der dort abschliessend aufgezählten Voraussetzungen sei erfüllt. Soweit die EBK auf die «Ablehnung» der Beschwerdeführerin eintrat, die Empfehlung aber bestätigte, könne die

<sup>51</sup> Art. 35 Abs. 2<sup>quater</sup> BEHV-EBK.

<sup>52</sup> A.M. *Tschäni/Iffland/Diem* (Fn. 33), Rz. 29, die es als unlogisch erachten, dass die Aktionäre im Zusammenhang mit einer Empfehlung der UEK betreffend das Bestehen der Angebotspflicht oder Ausnahmen davon eine anfechtbare Verfügung verlangen können, nicht aber im Zusammenhang mit anderen Empfehlungen. Die fehlende explizite Nennung der Intervenienten in Art. 5 Abs. 2 UEV-UEK müsse als gesetzgeberisches Versehen gewertet werden. Ausserdem erscheine Art. 35 Abs. 2<sup>quater</sup> BEHV-EBK im Verhältnis zu Art. 5 Abs. 1 UEV-UEK als *lex posterior*.

<sup>53</sup> Art. 35 Abs. 3 BEHV-EBK.

<sup>54</sup> Art. 5 Abs. 3 UEV-UEK.

<sup>55</sup> BGE 133 II 81, 93 Erw. 5.1 mit Hinweis auf BGE 130 II 530, 539 Erw. 4.1.2.

<sup>56</sup> BGE 133 II 81, 93 Erw. 5.2.

<sup>57</sup> In BGE 129 II 183, 192 Erw. 4.2 verzichtete das Bundesgericht darauf, die Frage endgültig zu entscheiden, weil sich jenes Verfahren auf die Frage der Parteistellung vor der UEK beschränkte.

<sup>58</sup> BGE 133 II 81, 93 Erw. 5.3 mit Hinweis auf BGE 129 II 183, 191 Erw. 4.2.

Beschwerdeführerin dagegen keine Verwaltungsgerichtsbeschwerde führen.

Die Haltung des Bundesgerichts ist konsequent. Wer vor der UEK keine Parteistellung beanspruchen kann, soll nicht von der EBK eine von der Empfehlung der UEK abweichende Verfügung verlangen können. Wäre dies möglich, würde das Übernahmeverfahren mit einer Unsicherheit belastet. Der Entscheid beantwortet damit die Frage, wie der Differenz zwischen den Parteibegriffen der UEV-UEK und des VwVG zu begeben ist.

### 3. Teilrevision des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel

Am 1. Januar 2009 tritt das neue Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMAG) in Kraft.<sup>59</sup> Das FINMAG führt die Eidgenössische Bankenkommission, das Bundesamt für Privatversicherungen und die Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei in einer neuen, Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) genannten Behörde zusammen. Die Einführung des FINMAG bringt u.a. auch eine Teilrevision des Börsengesetzes und des Bundesgerichtsgesetzes (BGG) mit sich. Nachfolgend werden die für das Übernahmeverfahren wesentlichen Änderungen aufgezeigt.

#### 3.1 Instanzenzug

Seit dem 1. Januar 2007 sind das Bundesgerichtsgesetz und das Verwaltungsgerichtsgesetz (VGG) in Kraft. Als Neuerung wurde u.a. das Bundesverwaltungsgericht geschaffen, welches die Schieds- und Rekurskommissionen des Bundes ersetzt. Im Bereich des Übernahmerechts führte die Justizreform zu einer Verlängerung des Instanzenzugs: Neu kann die von der EBK erlassene Verfügung innert 30 Tagen mittels Beschwerde ans Bundesverwaltungsgericht und anschliessend innert der gleichen Frist ans Bundesgericht weitergezogen werden.<sup>60</sup> Dieser viergliedrige Instanzenzug steht im Widerspruch zum Be-

dürfnis der Praxis nach raschen und endgültigen Entscheiden. Im Rahmen der Reorganisation der Finanzmarktaufsicht wird dieser Missstand behoben; der Entscheid des Bundesverwaltungsgerichts kann fortan nicht mehr ans Bundesgericht weitergezogen werden.<sup>61</sup>

#### 3.2 Verfügungskompetenz für die UEK

Die UEK wird zu einer mit Verfügungskompetenz ausgestatteten Behördenkommission aufgewertet. Folgerichtig und im Unterschied zur bisherigen Rechtslage<sup>62</sup> gilt künftig grundsätzlich das VwVG.<sup>63</sup> Die UEK kann ihre Verfügungen wie bisher die Empfehlungen veröffentlichen.<sup>64</sup>

Die UEK hat komplexe Transaktionen rasch zu beurteilen, wofür sie über genügende Sachkenntnisse verfügen muss. Sie setzt sich deshalb hauptsächlich aus Akteuren des Finanzmarktes zusammen und verfügt damit über besonderen Sachverstand und Beurteilungsnähe.<sup>65</sup> Es liegt daher nahe, der UEK Verfügungskompetenz zu verleihen. Bei der Ausarbeitung des BEHG wurde noch auf eine Verfügungskompetenz verzichtet; zu gross waren die Bedenken des Parlaments, dass die damit zusammenhängende Anwendbarkeit des VwVG das Verfahren stark verkomplizieren würde.<sup>66</sup> Zu Recht hat sich mittlerweile die Auffassung durchgesetzt, dass auch bei grundsätzlicher Anwendbarkeit des VwVG ein rasches Verfahren realisierbar ist.<sup>67</sup> Die Entscheide der UEK sind zudem durch die Anwendung des VwVG stärker legitimiert. Die Aufwertung zur Behördenkommission darf schliesslich auch als Anerkennung der Arbeit der UEK gewertet werden.

Ausführlicher geregelt wird sodann die Auskunftspflicht gegenüber der UEK.<sup>68</sup> Neu müssen alle Personen und Gesellschaften, die einer Meldepflicht

<sup>59</sup> Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz; FINMAG) vom 1. Februar 2006, BBl 2006, S. 2829 ff.; Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz; FINMAG) vom 22. Juni 2007, BBl 2007, S. 4625 ff.

<sup>60</sup> Art. 37 VGG i.V.m. Art. 50 Abs. 1 VwVG; Art. 100 Abs. 1 BGG.

<sup>61</sup> Art. 83 lit. u nBGG.

<sup>62</sup> Art. 55 Abs. 5 UEV-UEK.

<sup>63</sup> Art. 33b Abs. 1 nBEHG.

<sup>64</sup> Art. 33a Abs. 1 nBEHG.

<sup>65</sup> Art. 23 Abs. 1 BEHG; *Senn* (Fn. 20), S. 1178; *Weber* (Fn. 11), N 1 und 4 zu Art. 23; *Tschäni/Iffland/Diem* (Fn. 33), N 2.

<sup>66</sup> *Tschäni/Iffland/Diem* (Fn. 33), N 24.

<sup>67</sup> A.M. *Senn* (Fn. 38), 1109, die eine Verkomplizierung des Verfahrens befürchtet, wenn die UEK Verfügungen erlassen kann. Die bestehende Regelung, wonach die UEK nur Empfehlungen erlassen kann, entspreche den Ansprüchen, die öffentliche Übernahmeangebote stellen.

<sup>68</sup> Art. 33a Abs. 2 nBEHG.

nach Art. 31 BEHG unterstehen oder Parteistellung vor der UEK haben können, der UEK alle Auskünfte erteilen und Unterlagen herausgeben, die diese zur Erfüllung ihrer Aufgabe benötigt. Bisher konnte die UEK von Anbietern und Zielgesellschaften alle Auskünfte und Unterlagen einfordern.<sup>69</sup>

### 3.3 Parteistellung vor der UEK

Neu geregelt wird die Parteistellung vor der UEK.<sup>70</sup> Nach wie vor steht nicht jedem Aktionär Parteistellung zu. Immerhin können Aktionäre mit einem Anteil von mindestens zwei Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, Parteistellung beanspruchen. Der Anspruch ist gesuchsweise geltend zu machen.<sup>71</sup>

Die Gewährung der Parteistellung zugunsten der Aktionäre ist zu begrüssen. Die Beschränkung auf Aktionäre mit einem Anteil von mindestens zwei Prozent der Stimmrechte erscheint verkraftbar, zumal Aktionäre mit grösserer Beteiligung, wie vorne dargelegt,<sup>72</sup> auch die Interessen der kleineren Aktionäre wahrnehmen. Ein Aktionär mit einer Beteiligung in Höhe von zwei Prozent hat den Tatbeweis des ökonomischen Interesses am Unternehmen erbracht; es darf davon ausgegangen werden, dass er die ihm zustehende Parteistellung nicht aus sachfremder Motivation beansprucht. Der Bundesrat erachtet einen Anteil von zwei Prozent der Stimmrechte als angemessen, dies stehe im Einklang mit Art. 33 BEHG, der Beteiligungen unter zwei Prozent nach Abschluss des Übernahmeverfahrens nicht mehr schützt.<sup>73</sup> Ein Zusammenhang zum sog. Squeeze Out gemäss Art. 33 BEHG ist u.E. nicht ersichtlich. Die letzten, in einem öffentlichen Kaufangebot nicht angedienten Aktien sind in der Regel auf mehrere Aktionäre verteilt, sodass allfällige Überlegungen, wonach die im BEHG gewählte Schwelle Auskunft über die Wichtigkeit des Aktionärs geben soll, nicht überzeugen. Aus verfahrensökonomischer Sicht wäre eine Beteiligung in

Höhe von drei Prozent vorteilhafter, löst doch die Überschreitung dieses Wertes die Meldepflicht i.S.v. Art. 20 Abs. 1 BEHG aus. Die UEK müsste bei der Prüfung der Gesuche um Gewährung der Parteistellung weniger Aufwand betreiben, was sich vorteilhaft auf die Dauer des Verfahrens und die Kosten auswirken würde.

Weiter ist zu beachten, dass ein Verfahren vor der FINMA aufgrund der Gebühren für Kleinaktionäre wenig attraktiv ist.<sup>74</sup> Die meisten trotz der Kosten anfechtungswilligen Aktionäre dürften über eine Beteiligung in genügendem Ausmass verfügen, die Kostenbarriere dürfte m.a.W. mehr Aktionäre an der Anfechtung hindern als die Beteiligungsschwelle. Sodann ist davon auszugehen, dass eine tatsächlich zu Beanstandungen Anlass gebende Verfügung nicht nur Aktionären mit einer Beteiligung von unter zwei Prozent missfällt, sondern auch solchen, die zur Anfechtung legitimiert und willens sind.

Im konkreten Fall hätte die Beschwerdeführerin aufgrund ihrer Beteiligung in Höhe von 5,76% Parteistellung vor der UEK und der FINMA beanspruchen können, wäre das revidierte Recht bereits in Kraft getreten. Den Entscheid der FINMA hätte sie ans Bundesverwaltungsgericht als letzte Instanz weiterziehen können. Der Sachverhalt hat sich jedoch abschliessend vor dem 1. Januar 2009 abgespielt; das neue Recht wurde richtigerweise nicht vorangewendet.<sup>75</sup> Das Bundesgericht führt hierzu aus, dass die neuen Bestimmungen beträchtliche Änderungen gegenüber dem geltenden System darstellten, von denen keine Rückschlüsse auf das bestehende Recht gezogen werden dürften. Vielmehr bestätigten sie, dass die von der Beschwerdeführerin vertretene Auffassung vom geltenden Recht abweiche und nur vom Gesetz- bzw. Verordnungsgeber eingeführt werden könne.<sup>76</sup>

<sup>69</sup> Art. 23 Abs. 3 Satz 2 BEHG.

<sup>70</sup> Für diese Neuerung werden vor allem verfassungsrechtliche Gründe geltend gemacht: Botschaft (Fn. 59), S. 2905. Der Eingriff in die Verfahrensrechte des Aktionärs wird demnach als derart schwerwiegend angesehen, dass die Parteistellung auf Gesetzesebene geregelt werden muss.

<sup>71</sup> Art. 33b Abs. 3 nBEHG.

<sup>72</sup> Siehe III.1.1.

<sup>73</sup> Botschaft (Fn. 59), S. 2906. Näher wird in der Botschaft nicht darauf eingegangen, worin der Zusammenhang mit Art. 33 BEHG bestehen soll.

<sup>74</sup> Die Gebühren für die Dienstleistungen der FINMA sind bisher nicht bekannt, einen Anhaltspunkt dürfte aber die Verordnung über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidgenössische Bankenkommision (SR 611.014) geben. Nach deren Art. 12 Abs. 1 lit. e können von Beteiligungsinhabern für Verfügungen in Anwendung des 4. und 5. Abschnittes des Börsengesetzes Gebühren bis zu CHF 30 000.– erhoben werden.

<sup>75</sup> Wird ein Erlass angewendet, obwohl er noch nicht in Kraft getreten ist, wird von positiver Vorwirkung gesprochen. Diese ist unzulässig, da sie im Konflikt mit dem Legalitätsprinzip steht: *Häfelin/Müller/Uhlmann* (Fn. 19), Rz. 347 f.

<sup>76</sup> BGE 133 II 81, 92 Erw. 4.3.4.

### 3.4 Parteistellung vor der FINMA

Der Parteibegriff im Verfahren vor der FINMA ist künftig identisch mit demjenigen im Verfahren vor der UEK.<sup>77</sup> Die im vorliegenden Entscheid mittels Auslegung vorgenommene Harmonisierung der Parteibegriffe gemäss UEV-UEK und VwVG hat demnach Eingang in die Gesetzgebung gefunden.

### 3.5 Fristen

Verfügungen der UEK sind nach wie vor innert fünf Tagen anzufechten. Entscheide der FINMA in Übernahmesachen können innert zehn Tagen beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden.<sup>78</sup> Die Frist für den Weiterzug an das Bundesverwaltungsgericht wird damit massiv verkürzt, bisher wurde dem Beschwerdeführer eine Frist von 30 Tagen zugestanden.<sup>79</sup>

In Abweichung von der allgemeinen Regelung<sup>80</sup> hat die Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht keine aufschiebende Wirkung.<sup>81</sup> Vor dem Bundesverwaltungsgericht anwendbar sind hingegen die Regelungen über den Stillstand der Fristen.<sup>82</sup> Die Anwendung dieser Bestimmungen ist inadäquat; das Verfahren wird durch den Fristenstillstand unnötig in die Länge gezogen und die durch die Verkürzung der Anfechtungsfristen erzielte Beschleunigung des Verfahrens wird u.U. zunichte gemacht. Im Sommer beispielsweise stehen die Fristen vom 15. Juli bis und mit 15. August still. Vor der UEK und der FINMA sind die Bestimmungen über den Stillstand der Fristen richtigerweise nicht anwendbar.<sup>83</sup> Im Unterschied zur Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht hat diejenige an die FINMA aufschiebende Wirkung.<sup>84</sup> Diese Differenzierung ist vernünftig; einmal im Verfahren soll die Möglichkeit bestehen, eine behördliche Beurteilung zu verlangen, ohne von der Realität überholt zu werden.

## IV. Fazit

Der besprochene Entscheid offenbart Schwächen des geltenden Übernahmerechts in Bezug auf die Verfahrensrechte des Aktionärs. Bisher konnte dieser höchstens im Rahmen einer Intervenientenstellung am Verfahren vor der UEK teilnehmen und sich nur schriftlich und gestützt auf die öffentlich zugänglichen Dokumente äussern. Darüber hinaus hat sich der Instanzenzug durch die Schaffung des Bundesverwaltungsgerichts um eine weitere auf vier Instanzen verlängert. Ein derart langer Instanzenzug widerspricht dem Bedürfnis nach einem raschen und einfachen Verfahren. Die partielle Revision des Börsengesetzes und des Bundesgerichtsgesetzes im Zuge der Einführung des FINMAG verkürzt den Instanzenzug und behebt die vom Entscheid aufgezeigten Schwächen des Übernahmeverfahrens weitgehend. Die UEK wird zur Behördenkommission mit Verfügungskompetenz aufgewertet. Ihre Verfügungen können an die FINMA und ans Bundesverwaltungsgericht weitergezogen werden, die Möglichkeit der Anfechtung beim Bundesgericht entfällt. Weiter können auch Aktionäre mit mindestens zwei Prozent der Stimmrechte Parteistellung und damit uneingeschränktes rechtliches Gehör beanspruchen. Das Verfahren erfährt eine Beschleunigung durch die Verkürzung der Frist für die Anfechtung von FINMA-Entscheiden beim Bundesverwaltungsgericht auf zehn Tage und durch den Verzicht auf die aufschiebende Wirkung der Beschwerde ans Bundesverwaltungsgericht. Schliesslich wird die im Entscheid noch mittels Auslegung bereinigte Differenz zwischen den Parteibegriffen der UEV-UEK und des VwVG behoben, indem künftig der Parteibegriff einheitlich vom Börsengesetz geregelt wird. Die Neuerungen sind positiv zu beurteilen, sie nehmen die Kritik auf und bedeuten gleichzeitig eine Straffung des Verfahrens sowie einen Ausbau des Schutzes berechtigter Aktionärsinteressen.

<sup>77</sup> Art. 33c Abs. 3 nBEHG i.V.m. Art. 33b Abs. 2 und 3 nBEHG.

<sup>78</sup> Art. 33c nBEHG; Art. 33d Abs. 2 nBEHG.

<sup>79</sup> Art. 37 VGG i.V.m. Art. 50 Abs. 1 VwVG.

<sup>80</sup> Art. 37 VGG i.V.m. Art. 55 Abs. 1 VwVG.

<sup>81</sup> Art. 33d Abs. 2 nBEHG.

<sup>82</sup> Art. 37 VGG i.V.m. Art. 22a VwVG.

<sup>83</sup> Art. 33b Abs. 4 nBEHG; Art. 33c Abs. 3 nBEHG i.V.m. Art. 33b Abs. 4 nBEHG.

<sup>84</sup> Art. 33c Abs. 3 nBEHG i.V.m. Art. 33b Abs. 1 nBEHG i.V.m. Art. 55 Abs. 1 VwVG.