



30. März 2011

---

# **Änderung von Artikel 32 Absatz 4 des Börsengesetzes (Kontrollprämie)**

## **Kurzbericht über die Ergebnisse der Anhörung**

---

# 1 Ausgangslage

Der Bundesrat hat vom 13. Januar 2010 bis zum 30. April 2010 eine Vernehmlassung über die Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) durchgeführt. Die Übernahmekommission hat in ihrer Vernehmlassungseingabe unter anderem festgehalten, dass die Bezahlung einer Kontrollprämie nicht mehr gerechtfertigt sei, und angekündigt, ein Dossier zur Revision von Art. 32 Abs. 4 des Börsengesetzes (BEHG; SR 954.1) einzureichen. Das Dossier ist Ende 2010 beim Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF eingegangen.

Art. 32 Abs. 1 BEHG sieht vor, dass ein Aktionär, der den Grenzwert von 33 1/3 Prozent der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft überschreitet, ein öffentliches Angebot zum Kauf aller übrigen kotierten Beteiligungspapiere machen muss. Zweck der Angebotspflicht ist der Schutz der Minderheitsaktionäre vor einem für sie nachteiligen Kontrollwechsel. Sie sollen eine Ausstiegsmöglichkeit zu einem angemessenen Preis erhalten. Nach Art. 32 Abs. 4 BEHG muss der Preis des Angebots mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Daraus folgt, dass der Anbieter den verkaufenden Hauptaktionären vor der Publikation seines öffentlichen Kaufangebots in beschränktem Mass einen höheren Preis für ihre Aktien bezahlen darf als jenen, den er den Minderheitsaktionären in seinem öffentlichen Kaufangebot offeriert. Der Gesetzgeber begründete die Zulässigkeit dieses höheren Preises, der sog. Kontrollprämie, im Wesentlichen damit, dass der Wert einer beherrschenden Beteiligung wirtschaftlich gesehen höher sei als derjenige von einzelnen Beteiligungspapieren.

Nach Ansicht der Übernahmekommission sollte die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie abgeschafft oder zumindest auf den Erwerb einer Kontrollbeteiligung eingeschränkt werden. Sie ist zusammengefasst der Meinung, die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie verstosse gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre. Sie führe dazu, dass sich die Grossaktionäre einer Zielgesellschaft – und damit auch häufig der von ihnen beherrschte Verwaltungsrat – anstatt auf die Preisverhandlung für das öffentliche Angebot auf jene für den vorgängigen Erwerb der massgebenden Aktienpakete konzentrieren. Dadurch erhielten die Publikumsaktionäre letztlich nur einen unbefriedigend tiefen Preis, was dem Sinn und Zweck der Angebotspflicht zuwiderlaufe. Zudem sei es unsachgerecht, dass die Kontrollprämie nicht nur als Entgelt für einen Kontrollerwerb bezahlt werden könne, sondern etwa auch, um bestimmte wichtige Aktionäre auf die Seite des Anbieters zu ziehen. Ferner macht die Übernahmekommission geltend, das Argument, wonach wegen der besonderen Bedeutung von Familiengesellschaften in der schweizerischen Unternehmenslandschaft die Kontrollprämie gerechtfertigt sei, verliere aufgrund der abnehmenden Anzahl von Familiengesellschaften an Bedeutung. Schliesslich weist die UEK darauf hin, dass die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie im europäischen Vergleich einzigartig sei.

Die UEK unterbreitete zwei konkrete Vorschläge für eine Anpassung von Art. 32 Abs. 4 BEHG. Der erste Vorschlag sieht vor, dass der Preis des Angebots gleich oder höher sein muss als der Börsenkurs oder der höchste Preis, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Dies würde die Abschaffung der Kontrollprämie bedeuten. Gemäss dem zweiten Vorschlag soll die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie auf den vorausgegangenen Erwerb einer Kontrollbeteiligung beschränkt werden.

## 2 Anhörungsverfahren

Um beurteilen zu können, ob ein öffentliches Interesse an der Änderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG besteht und ob sie in die laufende Revision des Börsengesetzes aufgenommen werden soll, führte das SIF vom 25. Januar bis 24. Februar 2011 ein Anhörungsverfahren zu den Vorschlägen der Übernahmekommission durch.

Zur Teilnahme an der Anhörung wurden die Regierungen der 26 Kantone, die Konferenz der Kantonsregierungen, 14 politische Parteien, 3 gesamtschweizerische Dachverbände der Gemeinden, Städte und Berggebiete, 9 Spitzenverbände der Wirtschaft sowie 31 interessierte Kreise eingeladen.

Von den Eingeladenen reichten 18 Kantone (alle ausser AG, AR, FR, GL, OW, SZ, ZG), 3 politische Parteien (SP, SVP und FDP. Die Liberalen), 5 Spitzenverbände der Wirtschaft (economiesuisse, SBVg, SGB, KV Schweiz, SwissHoldings) sowie 8 Vertreter interessierter Kreise (SVV, Verband Schweizer Kantonalbanken, SIX Swiss Exchange AG, IRV, Centre Patronal, WEKO, FINMA, SGV) eine materielle Stellungnahme ein. Ausserdem liessen sich 6 weitere Teilnehmerinnen und Teilnehmer (PD Dr. Urs Schenker, Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte, Homburger Rechtsanwälte, UBS AG, Vontobel Investment Banking, zKapital AG) materiell vernehmen.

SZ, GL, ZG, Schweizerischer Städteverband, SBV, Schweizerischer Arbeitgeberverband, Vereinigung Schweizerischer Handels- und Verwaltungsbanken, Treuhand Suisse, osec, Konferenz der Betriebs- und Konkursbeamten der Schweiz, SKS, FRC und Commission fédérale de la consommation verzichteten ausdrücklich auf eine Stellungnahme.

## 3 Wichtigste Ergebnisse der Anhörung

22 Anhörungsteilnehmer (NW, TG, BS, LU, JU, GR, SO, SG, UR, NE, GE, SP, SVP, KV Schweiz, SBVg, SGB, Verband Schweizerischer Kantonalbanken, SIX Swiss Exchange, FINMA, PD Dr. Urs Schenker, zKapital AG) sprechen sich für die Abschaffung der Kontrollprämie aus. Sie schliessen sich der Argumentation der Übernahmekommission an, wonach die Möglichkeit der Bezahlung der Kontrollprämie abzuschaffen sei, weil sie gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre verstosse und dem europäischen Recht zuwiderlaufe, was Wettbewerbsnachteile zur Folge habe. ZH, SVP und PD Dr. Urs Schenker machen zudem geltend, dass ein Grossaktionär entweder selber die Kotierung der Gesellschaft angestrebt oder seine grosse Beteiligung später am Markt erworben hat. In beiden Fällen habe er die Vorteile des Marktes genutzt und müsse deshalb auch die mit dem Markt verbundene Gleichbehandlung der Aktionäre akzeptieren. PD Dr. Urs Schenker weist zudem darauf hin, dass mit der Abschaffung der Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie konsequenterweise auch die Möglichkeit des Opting-out gemäss Artikel 22 BEHG aufgehoben werden müsse. Die SP rechnet in Übereinstimmung mit der Übernahmekommission nicht damit, dass die Abschaffung der Kontrollprämie dazu führen würde, dass gewisse Übernahmeangebote nicht mehr lanciert werden oder sich Übernahmeangebote verteuern. Vielmehr sei davon auszugehen, dass an der Kontrolle interessierte Anbieter den Zusatzwert der Kontrolle, statt ihn als Prämie im Rahmen eines vorausgegangenen Erwerbs einem Grossaktionär zu bezahlen, zum Angebotspreis dazuschlagen. Die SBVg bittet zu prüfen, ob die Prämie bei Erwerb einer kontrollierenden Mehrheit von mindestens einem Drittel der Stimmrechte nicht weiterhin zulässig bleiben sollte. Ausserdem sei zu prüfen, ob der Mindestpreis auch als eingehalten gelten müsse, wenn der Anbieter sein Angebot zum Marktpreis im Angebotszeitpunkt lanciert. Schliesslich regt die SBVg an, die Verkürzung der Frist für die Mindestpreisregelung in Betracht zu ziehen.

Sechs Teilnehmer (BE, SH, AI, VD, VS, FDP, Die Liberalen, UBS AG) befürworten im Sinne einer Kompromisslösung die Einschränkung der Kontrollprämie auf Kontrollbeteiligungen. Sie machen überwiegend geltend, dass diese Variante dem Willen des Gesetzgebers besser entspreche und die Vertragsfreiheit weniger tangiere als die Abschaffung der Kontrollprämie. Die UBS AG schlägt vor, dass der Mindestpreis als eingehalten gelten soll, wenn das Angebot zum im Zeitpunkt des Angebots gültigen Marktpreis lanciert wird, wobei hierfür wohl auf einen 60-Tages-VWAP abzustellen sei.

ZH und BL sprechen sich grundsätzlich für eine Revision von Artikel 32 Absatz 4 BEHG aus, behalten sich jedoch den Entscheid für die Abschaffung oder Einschränkung der Kontrollprämie ausdrücklich vor. Gemäss der WEKO stehen den Vorschlägen der Übernahmekommission keine Einwände aus wettbewerbsrechtlicher Sicht entgegen.

Zehn Teilnehmer (FDP, Die Liberalen, economiesuisse, SwissHoldings, SVV, Centre Patronal, IRV, Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte, Homburger Rechtsanwälte, SGV, Vontobel Investment Banking) sprechen sich für die Beibehaltung der Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie aus. Sie machen im Wesentlichen geltend, die Möglichkeit der Kontrolle repräsentiere einen ökonomischen Wert, der im Rahmen einer Kontrollprämie bezahlt werden müsse. Die Abschaffung der Kontrollprämie sei daher ein ungerechtfertigter Eingriff in die Vertragsfreiheit. Sie sind ferner der Ansicht, die Abschaffung der Kontrollprämie würde Übernahmen verteuern und damit verhindern. Economiesuisse, SwissHoldings, Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte und Homburger Rechtsanwälte weisen zudem darauf hin, dass auch andere Finanzplätze, wie beispielsweise einzelne Gliedstaaten der USA (insbesondere Delaware) und Japan, die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie vorsehen. Ferner machen SwissHoldings, Centre Patronal, SGV und Homburger Rechtsanwälte geltend, die Abschaffung der Kontrollprämie würde dazu führen, dass noch mehr Gesellschaften die Angebotspflicht statutarisch wegbedingen (Opting-out). SwissHoldings erkennt schliesslich keinen genügend engen Zusammenhang zwischen der Frage der Abschaffung der Kontrollprämie und der laufenden Revision des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), dass die Vorschläge der Übernahmekommission in diese aufgenommen werden müssten.