



Kontrollprämie

An: Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Staatssekretariat für internationale
Finanzfragen (SIF), Leiterin Rechtsdienst EFD, Frau Dina Beti
Von: Übernahmekommission
Datum: 21. Januar 2011

Inhalt

1. Rückblick: Der Fall Quadrant AG	1
2. Mindestpreisregelung de lege lata.....	2
3. Entstehung der Mindestpreisregelung.....	3
4. Rechtsvergleich.....	6
5. Entwicklung der Aktionärsstrukturen: Stand 1996 und Stand 2008	9
6. Untersuchung betr. Prämienzahlung seit Inkrafttreten des BEHG.....	11
7. Warum eine Revision?	12
8. Umfang der Revision	13
9. Revisionsvariante 1: Abschaffung der Kontrollprämie.....	14
10. Revisionsvariante 2: Beschränkung der Prämie auf Kontrollbeteiligungen.....	16

1. Rückblick: Der Fall Quadrant AG

[1] In der Öffentlichkeit und im Parlament wurde anlässlich der Übernahme von Quadrant AG¹ die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie kritisiert, weil den Quadrant-Verwaltungsratsmitgliedern Niggli, Schenk, Müller und Gruebler für ihre Beteiligung von 7.86% der Stimmrechte eine sogenannte Kontrollprämie von 33.14% bezahlt wurde. Das heisst, dass diese Aktionäre 33.14% mehr erhielten als alle anderen Aktionäre, an die das öffentliche Kaufangebot gerichtet war. Diese Ungleichbehandlung wurde umso mehr kritisiert, als die Anbieterin weiteren, nicht kontrollierenden Aktionären (Swiss Small Cap Invest AG, Corisol Holding AG und KWE Beteiligungen AG) für ihr Aktienpaket von insgesamt 11.13% der Stimmrechte an Quadrant eine (tiefere) Prämie bezahlte, währendem andere Aktionäre mit ähnlich grossen Beteiligungen und alle Kleinaktionäre nur auf das öffentliche Kaufangebot verwiesen wurden.²

¹ Vgl. zur Transaktion: Verfügungen der UEK 410/01 und 410/02; Verfügung der FINMA vom 8. Juli 2009 und Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 (B-5272/2009).

² Interpellation 09.3667, eingereicht am 12. Juni 2009 durch den Parlamentarier Hans Kaufmann: Mangelhafte Finanzmarktaufsicht oder fehlerhafte Gesetzgebung?; Finanz und Wirtschaft vom



[2] Die Übernahmekommission hat in ihrer Verfügung in Sachen Quadrant AG darauf hingewiesen, dass die Bezahlung einer Kontrollprämie vom Gesetzgeber ausdrücklich vorgesehen ist, obwohl sie eine Ungleichbehandlung zwischen Angebotsempfängern und vor dem Angebot veräussernden Aktionären bedeutet. Sie hat auch darauf hingewiesen, dass es nicht in ihrer Kompetenz liegt, die Bezahlung einer solchen Prämie zu verbieten (Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 in Sachen *Quadrant AG*, Erw. 3.1).

2. Mindestpreisregelung de lege lata

[3] Die Mindestpreisregel ist in Art 32 Abs. 4 BEHG verankert und lautet wie folgt:

„Der Preis des Angebots muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.“

[4] Der Mindestpreis setzt sich aus zwei Preisuntergrenzen zusammen. Erstens muss der Preis eines Angebots mindestens dem **Börsenkurs** entsprechen.³ Zweitens darf der Angebotspreis höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf dem Angebot vorausgehenden Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat (**vorausgehender Erwerb**).⁴ Als Mindestpreis gilt der höhere der beiden Werte.

[5] Die Mindestpreisvorschriften gelten für alle Pflichtangebote und aufgrund des Verweises in Art. 9 Abs. 6 letzter Satz UEV auch für freiwillige Angebote, welche Beteiligungspapiere umfassen, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde.⁵ Dies betrifft den überwiegenden Teil der freiwillig lancierten Angebote.⁶

13. Juni 2009, S. 23; Neue Zürcher Zeitung vom 9. Juli 2009, S. 23; Finanz und Wirtschaft vom 11. Juli 2009, S. 2 und L'AGEFI vom 28. August 2009, S. 12.

³ Sind die Beteiligungspapiere illiquid, so ist nicht auf den Börsenkurs, sondern auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen (Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA).

⁴ Mit anderen Worten: Der Preis des Angebots darf nicht weniger als 75% des höchsten Preises betragen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Das bedeutet, dass der Anbieter Aktionären vor Lancierung des Angebots für Beteiligungspapiere an der Zielgesellschaft $33 \frac{1}{3}\%$ mehr als der Angebotspreis bezahlen darf, unabhängig davon, wie gross die erworbene Beteiligung ist.

⁵ Sog. „gemischte“ freiwillige Angebote, Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem, Öffentliche Kaufangebote, Zürich/Basel/Genf 2010, N. 107 ff.

⁶ Nicht den Mindestpreisvorschriften unterstehen Teilangebote, welche nicht zur Überschreitung der Schwelle von $33 \frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte führen, Angebote auf Zielgesellschaften mit einem Opting-out und Angebote, bei welchen der Anbieter bereits vor Lancierung mehr als $33 \frac{1}{3}\%$ der Stimmrech-



3. Entstehung der Mindestpreisregelung

3.1 Übernahmekodex

[6] Der Übernahmekodex, welcher im Rahmen der Selbstregulierung geschaffen wurde und vom 1. September 1989 bis zum Inkrafttreten des Börsengesetzes am 1. Januar 1998 galt, enthielt keine Bestimmungen zur Angebotspflicht und zum Mindestpreis. Er verpflichtete den Anbieter nur (aber immerhin) zur Gleichbehandlung bezüglich Aktienkäufen *während* der Dauer eines öffentlichen Kaufangebots [heute: Best Price Rule].

[7] In einem Grundsatzentscheid der Regulierungskommission vom 18. Juli 1989⁷ zur Interpretation von Ziff. 3.1 des Übernahmekodex (Gleichbehandlungsgrundsatz) wurde die Gleichbehandlungspflicht auf den Zeitraum von drei Monaten vor Abgabe des Angebots ausgedehnt. Damit durfte der Anbieter während drei Monaten vor der Publikation des Angebots ausserbörslich keinen höheren Preis als im nachfolgenden Angebot bezahlen.

[8] Dieser Grundsatzentscheid wurde in einem weiteren Grundsatzentscheid vom 28. Mai 1990 in Sachen Jacobs Suchard AG⁸ allerdings wieder relativiert. Am 22. Juni 1990 erwarb Philip Morris Company ausserbörslich von Klaus J. Jacobs 62% der Stimmrechte (rund 25% des Aktienkapitals) an Jacobs Suchard AG zu einem Preis von CHF 3'645 pro Namenaktie. Der im anschliessend freiwillig lancierten öffentlichen Angebot für Namenaktien offerierte Preis betrug CHF 1'660. Im Vergleich zum Angebotspreis wurde Klaus J. Jacobs folglich eine Kontrollprämie von 120% bezahlt. Die Regulierungskommission hat festgestellt, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz gemäss Ziff. 3.1 des Übernahmekodex eingehalten ist, wonach Aktionäre „in vergleichbarer Lage“ gleich behandelt werden müssen. Begründet wurde dies damit, dass das freiwillige öffentliche Angebot von Philip Morris keine wirtschaftlich notwendige Folge des vorangegangenen Erwerbs einer stimmenmässigen Mehrheit ist. Für Philip Morris wäre es aufgrund des Erwerbs des Aktienpakets von Klaus J. Jacobs nicht erforderlich gewesen, ein öffentliches Angebot zu lancieren, um die Kontrolle an Jacobs Suchard AG zu erhalten.⁹ Da Philip Morris durch den vorausgegangenen Erwerb bereits die Kontrolle an Jacobs Suchard AG erworben hatte, hätte Philip Morris mangels Pflichtangebotsregelung auf die Lancierung eines öffentlichen Angebots verzichten können, womit die Aktionäre von Jacobs Suchard AG keine Möglichkeit zum Verkauf ihrer Aktien im Fall des Kontrollwechsels erhalten hätten.¹⁰ Mit diesem Grundsatzentscheid wurde unter dem Über-

te hält, gleichviel ob er die Beteiligung bereits vor der der Kotierung erworben hat oder infolge eines früheren Angebots.

⁷ SZW 5/1990, S. 208 und 209.

⁸ SZW 5/1990, S. 208 ff.

⁹ Dies im Gegensatz zum Sachverhalt im Grundsatzentscheid vom 18. Juli 1989 (vgl. FN 7).

¹⁰ Vgl. dazu Henry Peter, Les Offres Publiques d'Achat en Suisse: Analyse évolution, en particulier depuis l'entrée en vigueur du nouveau Code Suisse des OPA, in : SZW 4/90, S. 160.



nahmekodex der Grundstein für die Zulässigkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie für Kontrollpakete gelegt.

3.2 Börsengesetz und Argumente für die gesetzliche Konzeption

[9] Das BEHG trat am 1. Januar 1998 in Kraft, wobei die Einführung der Angebotspflicht politisch heftig umstritten war.¹¹ Im Wesentlichen wurde bemängelt, dass die Angebotspflicht undifferenziert sei und den besonderen Anliegen der in der Schweiz zahlreichen Familiengesellschaften zu wenig Rechnung trage und dass sie einen übermässigen Eingriff in die Eigentums- und Vertragsfreiheit darstelle.¹²

[10] Einig war man sich darin, dass bei Einführung einer Angebotspflicht zwingend ein Mindestpreis vorzuschreiben sei.¹³ Umstritten war hingegen die konkrete Ausgestaltung des Mindestpreises. Die mit der Ausarbeitung des BEHG betraute Expertengruppe schlug eine Hauptvariante und zwei Nebenvarianten vor. Alle Varianten stellten im Grundsatz auf den Börsenkurs als Bezugsgrösse ab. Die beiden Nebenvarianten sahen zusätzlich je einen Einschlag von 25% auf den höchsten bezahlten Preis des vorausgegangenen Erwerbs vor, unterschieden sich aber bezüglich des massgeblichen Zeitraums.¹⁴

[11] Die heutige Regelung ist das Ergebnis eines politischen Kompromisses:¹⁵ Eine Angebotspflicht bei einer Schwelle von 33 1/3% der Stimmrechte, welche aber mittels Opting out ausgeschlossen

¹¹ vgl. dazu detailliert Robert Bernet, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Bern 1998, S. 62 ff. und Marco Gruber, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Zürich 1996.

¹² Vgl. dazu Bernet (FN 11), S. 64 f.

¹³ Die Expertengruppe argumentierte, dass die Angebotspflicht jeglichen wirtschaftlichen Sinn verlöre, wenn kein Mindestpreis fixiert würde (Expertengruppe des Bundesrates, Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz), Bern 1991, Ziff. 356.3, S. 87 f.); Die Festlegung eines gesetzlichen Mindestpreises ist gemäss der bundesrätlicher Botschaft die Kernbestimmung des Pflichtangebots. Nur diese Massnahme gewährleiste Minderheitsaktionären Schutz vor einem offensichtlich untersetzten Preis und damit vor einem unfairen öffentlichen Angebot. Wörtlich erachtete der Bundesrat den „mit dieser Bestimmung verbundene[n] Eingriff in die freie Preisbildung ... für eine effiziente Durchführung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote [als] absolut notwendig.“ (Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I S. 1418).

¹⁴ Drei oder zwölf Monate vor Überschreiten von 33 1/3% der Stimmrechte; vgl. Gruber (FN 11), S. 97.

¹⁵ Bernet (FN 12), S. 66 ff.



werden kann und die Bezahlung einer Kontrollprämie für vorausgegangene Erwerbe, welche jedoch hinsichtlich der Höhe auf 33 1/3% begrenzt ist.

[12] Der Bundesrat argumentierte, dass die Bezahlung einer Kontrollprämie gerechtfertigt sei, weil der Verkauf einer beherrschenden Beteiligung nicht dem Verkauf einer Einzelbeteiligung gleichgestellt werden könne. Wirtschaftlich gesehen sei der Wert einer beherrschenden Beteiligung höher als derjenige von einzelnen Beteiligungspapieren, weshalb es dem Anbieter zu erlauben sei, eine Kontrollprämie in Abzug zu bringen.¹⁶

[13] Aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive wird in der Lehre argumentiert, der Grossaktionär trage durch seine Kontrollbeteiligung ein erhöhtes Risiko, weil er das von ihm investierte Kapital nicht diversifiziert, sondern konzentriert angelegt habe. Zudem würden ihm erhöhte Kosten entstehen, weil er die Unternehmung aufgrund dieser Konzentration stärker beaufsichtigen und allenfalls korrigierend eingreifen müsse, wenn sich unternehmerische Fehlentscheide anbahnen würden. Die Kontrollprämie könne daher als Entschädigung für das vom Grossaktionär bislang getragene Zusatzrisiko und die mit der Beaufsichtigung der Gesellschaft verbundenen Kosten angesehen werden.¹⁷

[14] Zudem wird die Kontrollprämie damit gerechtfertigt, dass es beim Verkauf von Kontrollpaketen in kotierten Unternehmen häufig vorkomme, dass der Käufer vom Verkäufer Garantien und Gewährleistungen (*Representations and Warranties*) verlange, wie zum Beispiel Zusicherungen betreffend die ordnungsgemässe Buchführung oder das Fehlen von verborgenen Schulden. Sofern die Gewährleistungen und Garantien nicht erfüllt sind, muss der Grossaktionär den Käufer (also den Anbieter) dafür schadlos halten. Die Kontrollprämie könne als Entschädigung für die Einräumung dieser nur schwer quantifizierbaren Garantien und Gewährleistungen verstanden werden.¹⁸

¹⁶ Botschaft (FN 13), S. 1418; zustimmend Bernet (FN 11), S. 80; Gruber (FN 11), S. 63 und 98, für den die gesetzgeberische Lösung einen ausgewogenen Kompromiss darstellt: Einerseits könne der Anbieter mit dem Abschlag von 25% eine gerechtfertigte Kontrollprämie in Abzug bringen, die dem Wert einer beherrschenden Beteiligung pauschal Rechnung trage, andererseits sei durch die Beschränkung auf 25% sichergestellt, dass die Minderheitsaktionäre an der vom kontrollierenden Aktionär erzielten Prämie wenigstens teilweise (nämlich im über 25% hinausgehenden Umfang) partizipieren.

¹⁷ Gruber (FN 11), S. 106; Stephan Frei, *Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz*, 2. Aufl. Bern 1997, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen Band 214, S. 128.

¹⁸ Frei (FN 17), S. 128; Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA sieht zwar die Möglichkeit vor, den Preis des vorausgegangenen Erwerbs aufgrund von wesentlichen Nebenleistungen des Verkäufers, wie z.B. Gewährleistungen, um den Wert dieser Leistungen zu mindern. Da es jedoch unmöglich ist, solche Nebenleistungen objektiv zu bewerten, ist diese Bestimmung nicht praktikabel (Jacques Iffland, *Acquisition de sociétés de famille cotées en bourse*; in: Marty Pierre (Hrsg.), *Fusions et acquisitions : questi-*



[15] Schliesslich ist festzuhalten, dass die Prämie in bestimmten Fällen nicht als eigentliche Prämie bezahlt wurde, sondern lediglich darauf zurückzuführen ist, dass die Anbieterin zu einem früheren Zeitpunkt Aktien zu einem höheren Börsenkurs gekauft hat (vgl. z.B. den Erwerb von Implenia-Aktien durch Laxey im Jahr 2007, wobei der vorausgegangene Erwerb aufgrund sinkendem Börsenkurs eine „Prämie“ von 33.31% beinhaltete; vgl. Rn[23] bis [26]). Die Möglichkeit, eine Kontrollprämie nach Art. 32 Abs. 4 BEHG zu bezahlen, erlaubt es dem Anbieter in gewissem Umfang der Realität sinkender Aktienkurse Rechnung zu tragen und das Angebot nicht zu einem historisch einmal bezahlten, aber nicht mehr realistischen Aktienkurs lancieren zu müssen. Andernfalls würde der Anbieter wohl gänzlich auf das Angebot verzichten, solange zuwarten, bis sich die Kurse wieder erholt haben oder bis der frühere Erwerb aus dem für den vorausgegangenen Erwerb relevanten Zeitraum fällt. Öffentliche Kaufangebote in Krisenzeiten würden ohne die Möglichkeit der Kontrollprämie zusätzlich erschwert. Allerdings besteht für derartige Situationen gemäss Art. 45 BEHV-FINMA die Möglichkeit, eine Ausnahme von den Mindestpreisvorschriften zu verlangen.¹⁹

4. Rechtsvergleich

4.1 Europäische Union

[16] Im europäischen Vergleich stellt die Schweizerische Regelung ein Unikum dar. Gemäss Art. 5 Abs. 4 der am 20. Mai 2004 in Kraft getretenen EU-Übernahmeangebots-Richtlinie²⁰ hat der An-

ons actuelles, Lausanne 2009, S. 9 und Fn 34). Die Möglichkeit eine Kontrollprämie zu bezahlen, machte es in der Vergangenheit unnötig, sich auf Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA zu berufen, womit Bewertungen nicht erforderlich wurden.

¹⁹ Die EU-Übernahmeangebots-Richtlinie sieht in Art. 5(4) Abs. 2 eine ähnliche Regelung der Preiskorrektur vor.

²⁰ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote: „Als angemessener Preis gilt der höchste Preis, der vom Bieter oder einer mit ihm gemeinsam handelnden Person in einem von den Mitgliedstaaten festzulegenden Zeitraum von mindestens sechs und höchstens zwölf Monaten vor dem Angebot gemäß Absatz 1 für die gleichen Wertpapiere gezahlt worden ist. [...]“. Die EU-Übernahmeangebots-Richtlinie war bis zum 20. Mai 2006 ins nationale Recht umzusetzen. Vor dieser Umsetzung war es z.B. in Österreich erlaubt, den Angebotsempfängern einen um 15% tieferen Angebotspreis anzubieten (Kommentar Übernahmegesetz, Peter Huber, 1. Aufl. Juli 2007, § 26, S. 363 ff.); vgl. auch ein Urteil des EuGH vom 15. Oktober 2009 (C-101/08) mit welchem Folgendes festgestellt wurde: „Das Gemeinschaftsrecht enthält keinen allgemeinen Rechtsgrundsatz, vermöge dessen die Minderheitsaktionäre dadurch geschützt sind, dass der Hauptaktionär, der die Kontrolle über eine Gesellschaft erwirbt oder ausübt, verpflichtet ist, ihre Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie denen, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der dem Hauptaktionär die Kontrolle verschafft oder seine Kontrolle verstärkt wird.“ Dieser Entscheid basiert allerdings auf der Rechtslage, die vor Inkrafttreten der EU-Übernahmeangebots-Richtlinie galt. Mit der Richtli-



bieter grundsätzlich sein Angebot zum höchsten Preis zu machen, der von ihm oder einer mit ihm gemeinsam handelnden Person in einem von den Mitgliedstaaten festzulegenden Zeitraum zwischen 6 und 12 Monaten vor dem Angebot für die gleichen Wertpapiere bezahlt wurde. Demnach dürfen EU-Mitgliedstaaten im nationalen Recht keine Kontrollprämie vorsehen (vgl. nachstehend Abschnitt 4.2 bis 4.4).

4.2 England

[17] Der City Code on Takeovers and Mergers (**Takeover Code**), welcher als Vorbild für das Schweizerische Übernahmerecht diente, verbot schon lange Zeit vor Einführung der EU-Übernahmeangebots-Richtlinie die Bezahlung von Kontrollprämien. Für Pflichtangebote²¹ sieht der Takeover Code vor, dass der Angebotspreis mindestens dem höchsten Preis entsprechen muss, den der Anbieter oder eine gemeinsam mit ihm handelnde Person während den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots zahlte.²²

[18] Auch bei freiwilligen Angeboten ist eine Kontrollprämie ausgeschlossen. Der Angebotspreis muss mindestens dem höchsten der folgenden drei Werte entsprechen:

- (a) höchster Preis, welcher in den 3 Monaten vor Beginn der offer period²³ bezahlt wurde;²⁴ oder
- (b) höchster Preis, welcher während der offer period bis zum Rule 2.5 announcement (firm announcement) bezahlt wurde;²⁵ oder

nie wurden im Bereich der Übernahmeangebote Vorschriften zum Schutz der Minderheitsaktionäre eingeführt, deren Preisregelung die Bezahlung einer Kontrollprämie nicht mehr erlauben.

²¹ Eine Angebotspflicht entsteht, wenn jemand 30% ausübbarer Stimmrechte erwirbt oder wenn diese Person zwischen 30% und 50% der Stimmrechte hält und den %-Satz der Stimmrechte erhöht (Rule 9.1 Takeover Code).

²² Rule 9.5 (a) Takeover Code: „An offer made under Rule 9 must, in respect of each class of share capital involved, be in cash or be accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for any interest in shares of that class during the 12 month prior to an announcement of that offer. [...]”

²³ Die „offer period“ entspricht nicht die Angebotsfrist nach schweizerischem Verständnis. Mit Beginn der offer period wird in England der Moment verstanden, ab welchem die Zielgesellschaft in ihrer Handlungsfähigkeit betr. Abwehrmassnahmen eingeschränkt ist. Sie beginnt mit der Ankündigung eines möglichen Angebots („announcement of a possible offer“, Rule 2.4 Takeover Code). Der Anbieter kann sich bis zum „firm announcement“ (Rule 2.5 Takeover Code, was mit der Voranmeldung in der Schweiz verglichen werden kann) noch entscheiden, ob er ein Angebot lanciert oder nicht.

²⁴ Rule 6 (a) Takeover Code.

²⁵ Rule 6 (b) Takeover Code.



- (c) höchster Preis, welcher in den 12 Monaten vor Beginn der offer period bezahlt wurde, falls der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen 10% oder mehr ausübbare Stimmrechte einer Kategorie gekauft haben.²⁶

4.3 Deutschland

[19] Nach § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. §§4,5 WpÜG-Angebotsverordnung wird der Mindestpreis auf Grund der Marktpreisentwicklung vor Lancierung des Angebots ermittelt. Handelt es sich um Aktien, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, muss der Gegenwert mindestens dem gewichteten inländischen Börsenkurs dieser Aktien während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung eines Angebotes entsprechen. Die Gewichtung erfolgt auf der Grundlage der Umsätze der an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 9 des Wertpapierhandelsgesetzes als börslich gemeldeten Geschäfte. Für den Fall, dass der Käufer innerhalb der letzten 6 Monate vor Veröffentlichung des Angebots einen höheren als den oben berechneten Durchschnittspreis gezahlt hat oder bereit war zu zahlen, muss der Angebotspreis mindestens diesem Preis entsprechen. Dies schliesst die Bezahlung einer Kontrollprämie aus.

4.4 Frankreich

[20] Ein Pflichtangebot muss in Frankreich dann unterbreitet werden, wenn die Schwelle von 33 1/3% der Stimmrechte oder des Kapitals (Art. 234-2 und 234-3 RGAMF) überschritten wird oder der Anbieter zwischen 33 1/3 % und 50% der Stimmrechte hält und innerhalb eines Jahres mehr als 2% der Stimmrechte oder des Kapitals dazukaufft (Art. 234-5 RGAMF). Diesfalls ist ein Mindestpreis anzubieten. Dieser muss dem höchsten in den zwölf Monaten vor der Einreichung des Angebotsentwurfs bezahlten Preis entsprechen.²⁷

[21] Für freiwillige Angebote kennt Frankreich keine Mindestpreisvorschrift, auch wenn der Vollzug des Angebots zur Überschreitung von 33 1/3% der Stimmrechte oder des Kapitals führt.²⁸

²⁶ Rule 11 (a) Takeover Code.

²⁷ Artikel 234-6 du Règlement général de l'AMF (RGAMF): „Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2, 234-3 et 234-5, le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le dépôt du projet d'offre.“

²⁸ Hingegen hat der Anbieter die Pflicht, ein Angebot zu unterbreiten, falls er nach Abschluss des Angebots zwischen 33 1/3 % und 50% der Stimmrechte oder des Kapitals hält und innerhalb eines Jahres mehr als 2% der Stimmrechte oder des Kapitals dazukaufft. Damit wird verhindert, dass ein Anbieter, welcher ein unattraktives und somit nicht erfolgreiches Angebot unterbreitet hat, seine Beteiligung innert kurzer Zeit nach Abschluss der Übernahme folgenlos erhöhen kann.



Hält ein Anbieter hingegen bei Lancierung eines freiwilliges Angebots bereits mehr als 50% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft („participation historique“), so gilt ein 60-Tage VWAP.²⁹

4.5 Weitere Länder

[22] Das **amerikanische Bundesrecht** kennt keine Angebotspflicht. Die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie ist nicht per se ausgeschlossen, wird aber durch die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Treuepflichten beherrschender Aktionäre gegenüber Minderheitsaktionären beschränkt.³⁰ Die einzelnen U.S.-Staaten können Sonderregelungen vorsehen. So haben beispielsweise Pennsylvania und Maine eine Angebotspflicht nach britischem Muster eingeführt. **Japan** und **Brasilien** kennen eine Angebotspflicht und lassen die Bezahlung von Prämien zu, wobei in Brasilien die Höhe der Prämie ähnlich wie in der Schweiz beschränkt ist. **China** und **Russland** kennen ebenfalls eine Angebotspflicht, lassen aber die Bezahlung einer Prämie nicht zu.³¹

5. Entwicklung der Aktionärsstrukturen: Stand 1996 und Stand 2008

[23] Vor dem Hintergrund, dass die Zulassung der Kontrollprämie unter anderem mit der weiten Verbreitung von Familiengesellschaften in der Schweiz gerechtfertigt wurde, scheint es angebracht, die diesbezügliche Entwicklung zu betrachten.

[24] Bank Julius Bär untersuchte im Jahr 1996 die Besitzverhältnisse von Schweizer Aktien bei 112 der in der Schweiz kotierten Publikumsgesellschaften³². Daraus geht hervor, dass 41.07% (d.h. bei 46 der betrachteten Gesellschaften) von Einzelaktionären mit über 50% der Stimmrech-

²⁹ Article 233-3 RGAMF : „Si l'offre est une offre d'achat résultant de l'application du 1° de l'article 233-1 et sous réserve des dispositions des articles 231-21 et 231-22, le prix stipulé par l'initiateur de l'offre ne peut être inférieur, sauf accord de l'AMF, au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, pendant les soixante jours de négociation précédant la publication de l'avis mentionné au premier alinéa de l'article 223-34, ou, à défaut, de l'avis de dépôt du projet d'offre mentionné à l'article 231-14. Pour les besoins de ce calcul, les cours et volumes utilisés sont ceux constatés sur le marché réglementé sur lequel les actions de la société visée bénéficient de la liquidité la plus importante.“

³⁰ Karl Hofstetter/Evelyn Schilter-Heuberger, Art. 32, N 152 f. in: Basler Kommentar zum Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch, Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), 3. Auflage, Basel 2011; Christian Köppli, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 73 und 76 ff. m.w.H.

³¹ Vgl. zum Ganzen Daniel Daeniker, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: Mergers & Acquisitions XIII, Rudolf Tschäni (Hrsg.), S. 93 ff.

³² Bank Julius Bär, „Besitzverhältnisse von Schweizer Aktien“, in Marktübersicht Schweiz, Swiss Research, September 1996, S. 22-34.



te beherrscht wurden. Untersuchungen des Sekretariats der Übernahmekommission für das Jahr 2008 ergaben, dass Ende 2008 nur noch 22.62% (d.h. 57 von 252 betrachteten Gesellschaften) von Einzelaktionären mit über 50% beherrscht waren. Eine ähnlich abnehmende Tendenz ist auch bei Gesellschaften mit Einzelaktionären, die mehr als 33 1/3% der Stimmrechte hielten, zu beobachten.

[25] Zudem zeigt der Vergleich, dass die Anzahl von Gesellschaften, welche über Stimmrechtsaktien verfügten, abgenommen hat. Während im Jahr 1996 37 von 112 Gesellschaften über Stimmrechtsaktien verfügten, waren es im Jahr 2008 nur noch 12 von 252.

	1996 ³³	Verhältnis	2008 ³⁴	Verhältnis
Anzahl untersuchte Gesellschaften	112		252	
Anzahl Gesellschaften mit Aktionären, welche über 10% der Stimmrechte halten	103	91.9%	180	71.4%
Anzahl Gesellschaften mit Aktionären, welche über 33.33% der Stimmrechte halten	66	58.9%	92	36.5%
1 Aktionär	64	57.1%	91	36.1%
2 Aktionäre, welche je über eine Beteiligung von mehr als 33 1/3% der Stimmrechte verfügen	2 ³⁵	1.8%	1 ³⁶	0.4%
Anzahl Gesellschaften mit Aktionären, welche über 50% der Stimmrechte halten	46	41.1%	57	22.6%
Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien	1996		2008	
	37		12*	
*von den Gesellschaften, die bereits 1996 über Stimmrechtsaktien verfügten				

[26] Die Entwicklung der Aktionärsstruktur zeigt, dass sowohl die Anzahl von Gesellschaften mit beherrschenden Aktionären als auch solche mit Stimmrechtsaktien prozentual abgenommen hat.

³³ Quelle der Daten: Bank Julius Bär, „Besitzverhältnisse von Schweizer Aktien“, in Marktübersicht Schweiz, Swiss Research, September 1996, S. 22 ff.

³⁴ Die Daten wurden dem Sekretariat von der Offenlegungsstelle im September 2010 übermittelt. Es kann nicht garantiert werden, dass diese fehlerfrei sind.

³⁵ Die Aktionäre Albenga Holding (NL) und Pharmainvest (GB) hielten je einen Stimmrechtsanteil von 33.68% (je 12.78% des Aktienkapitals) an Immuno AG. Klaus Michael Kühne hielt 56.69 % der Stimmrechte (40.55 % des Aktienkapitals) an Kühne & Nagel International AG und Viag hielt 33.36% der Stimmrechte (23.86% des Aktienkapitals) an Kühne & Nagel International AG.

³⁶ Die Gruppe, bestehend aus Hansa Aktiengesellschaft, Paramount-Finanz AG und Georg von Opel hielt 33.76% der Stimmrechte an ENR Russia Invest SA und die Gruppe, bestehend aus MCG Holding SA, MCT Global Opportunities Fund, KY-Valartis Bank AG, Valartis International Ltd, ENR Russia Invest SA hielt 50.58% der Stimmrechte an ENR Russia Invest SA.



Beides sind Elemente, die typischerweise mit Familiengesellschaften in Verbindung gebracht werden. Dies lässt die Schlussfolgerung zu, dass die Anzahl der Familiengesellschaften jedenfalls nicht zugenommen, wahrscheinlich aber abgenommen hat. Das Argument, wonach wegen der besonderen Bedeutung von Familiengesellschaften in der Schweizerischen Unternehmerlandschaft die Kontrollprämie gerechtfertigt sei, verliert damit an Bedeutung.

6. Untersuchung betr. Prämienzahlung seit Inkrafttreten des BEHG

[27] Eine Untersuchung der Prämienzahlungen seit 1998 zeigt, dass solche Prämien von erheblicher Bedeutung sind. Das Sekretariat hat für Barangebote untersucht, wie hoch die **Angebotsprämie** (Prämie des Angebotspreises im Vergleich zum Börsenkurs)³⁷ und die **Kontrollprämie** (Prämie im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs im Vergleich zum Angebotspreis) war.

Auswertung Barangebote 1998 – 17.09.2010	
Anzahl Barangebote ³⁸	93
davon Mindestpreis nicht anwendbar	24
Kontrollprämie	
Anzahl Barangebote, wo eine Kontrollprämie bezahlt wurde	33
Durchschnitt-Prämienhöhe	19.68%
Median Prämienhöhe	21.64%
Angebotsprämie	
Anzahl Barangebote, wo eine Angebotsprämie bezahlt wurde	88
Durchschnitt-Prämienhöhe	24.09%
Median Prämienhöhe	13.58%

[28] Die Kontrollprämie betrug im Durchschnitt 19.68% (Median: 21.64%), die Angebotsprämie durchschnittlich 24.09% (Median: 13.58%). Allerdings ist zu berücksichtigen, dass bei den vorausgegangenen Erwerben auch Käufe über die Börse enthalten sind, für welche aus ex post Be-

³⁷ Vgl. dazu auch die Untersuchung von Valentin Jentsch, Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung, in GesKR 3/2010, S. 379 ff, welcher zu einem ähnlichen Ergebnis bezüglich Angebotsprämie kommt.

³⁸ Darin enthalten sind nur Barangebote, welche auch lanciert wurden (d.h. nicht enthalten ist das Angebot auf sia Abrasives von Behr Deflandre & Snozzi BDS AG, Axantis von Daniel und Martin Model und Alusuisse Lonza Group AG durch Algroup und Viag AG).



trachtung eine Prämie resultiert, die jedoch lediglich auf einen gesunkenen Börsenkurs zurückzuführen ist (vgl. Rn [15]).

[29] Ein Zusammenhang zwischen der Grösse der erworbenen Pakete und der hierfür bezahlten Prämien liess sich nicht feststellen.

7. Warum eine Revision?

[30] Zu den wichtigsten Pflichten des Anbieters gehört es, die (preisliche) Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft sicherzustellen (Art. 24 Abs. 2 BEHG). Alle Aktionäre der Zielgesellschaft sollen ihre Aktien zum gleichen Preis andienen können.

[31] Die Möglichkeit, im Rahmen eines vorausgegangenen Erwerbs einen höheren Preis zu bezahlen, bedeutet eine Durchbrechung dieses Gleichbehandlungsprinzips,³⁹ welche sich u.a. aus folgenden Gründen nicht (mehr) rechtfertigen lässt:

[32] Schenker weist darauf hin, dass die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie in der Praxis dazu führe, dass in vielen Fällen die Übernahme durch den vorausgegangenen Erwerb einer Mehrheitsposition faktisch gesichert werde. Das im Anschluss lancierte Angebot diene nur noch der Übernahme von Restpositionen bzw. verkomme zu einer Pflichtübung, bei der den Publikumsaktionären ein unbefriedigend tiefer Preis offeriert werde. Dies führe häufig dazu, dass der dem öffentlichen Angebot vorangehende Erwerb einer massgebenden Position im Zentrum der

³⁹ Die Übernahmekommission hat in Zusammenhang mit der Abgrenzung von vorausgegangenem Erwerb und Best Price Rule-relevantem Erwerb in ihrer Empfehlung I vom 22. August 2007 in Sachen Unilabs S.A., Erw. 2.3 Folgendes festgehalten: „Gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 38 Abs. 1 BEHV-EBK darf der Angebotspreis höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den die Anbieterin in den zwölf letzten Monaten vor Veröffentlichung des Angebots für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Mit anderen Worten bedeutet dies, dass den verkaufenden Hauptaktionären gegenüber den Angebotsempfängern eine Prämie ausgerichtet werden kann. Die Zweckartikel des BEHG (Art. 1 BEHG) und der UEV-UEK (Art. 1 UEV-UEK) wollen u.a. die Funktionsfähigkeit der Märkte, die Gleichbehandlung der Anleger sowie Lauterkeit und Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sicherstellen. Die Möglichkeit der Bezahlung einer Prämie steht vor diesem Hintergrund im Widerspruch zum Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger. Die vom Gesetzgeber in Art. 32 Abs. 4 BEHG vorgesehene Ausnahme basiert auf dem Gedanken, dass der „Erwerb“ des Aktienpakets durch die Hauptaktionäre vor der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebots stattfindet (vgl. Art. 38 BEHV-EBK: „Preis des vorausgegangenen Erwerbs“). Wird eine Voranmeldung bzw. ein Angebot jedoch zwischen Abschluss und Vollzug des Aktienkaufvertrages veröffentlicht, so wird es einer Anbieterin ermöglicht, den Börsenkurs und somit auch den Mindestpreis, welche sie den Angebotsempfängern zu zahlen hat, einzufrieren, obwohl der „Erwerb“ des Aktienpakets von den Hauptaktionären noch gar nicht erfolgt ist. Eine Anbieterin könnte sich so das Aktienpaket bei gleichzeitiger Einfrierung des Mindestpreises zum Nachteil der Angebotsempfänger sichern. Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 38 Abs. 1 BEHV-EBK sind daher als Ausnahme vom Gleichbehandlungsgrundsatz entsprechend restriktiv auszulegen.“



Übernahmestrategie stehe und nicht das Übernahmeangebot selbst. Entsprechend würden sich die Grossaktionäre einer Zielgesellschaft – und damit auch häufig der von ihnen beherrschte Verwaltungsrat – weniger auf die Preisverhandlung für das öffentliche Angebot konzentrieren, sondern auf den Preis, der für den vorgängigen Erwerb dieser massgebenden Aktienpakete zu bezahlen ist.⁴⁰

[33] Zudem ist die in der Lehre z.T. vorgebrachte Rechtfertigung, die Prämie sei Entgelt für den Kontrollerwerb, nur teilweise zutreffend. Die Prämie kann nämlich auch dann bezahlt werden, wenn die erworbenen Aktien keine Kontrolle verschaffen, z.B. um bestimmte wichtige Aktionäre (evtl. aktive Verwaltungsräte) auf Seite des Anbieters zu ziehen. In einer solchen Konstellation stellt die Prämie kein Entgelt für den Kontrollerwerb dar, wäre de lege lata aber zulässig. Das ist unbefriedigend.

[34] Schliesslich ist auch nicht damit zu rechnen, dass eine Abschaffung der Kontrollprämie dazu führen könnte, dass gewisse Angebote nicht mehr lanciert werden. Vielmehr wird der 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.⁴¹

8. Umfang der Revision

8.1 Beibehaltung der Referenzgrösse „Börsenkurs“

[35] Wie erwähnt (vgl. Rn[4]), bildet der Börsenkurs (60 Tage VWAP) eine von zwei Referenzgrössen für die Bestimmung des Mindestpreises.

[36] Ein Vergleich mit dem Ausland zeigt, dass der Börsenkurs auch in einigen europäischen Ländern als Referenzgrösse dient. In Deutschland gilt ein 3-Monats-VWAP (vgl. Rn [19]) und in Frankreich ein 60-Tage-VWAP (für Anbieter, die bereits mehr als 50% halten, vgl. Rn [21]). England hingegen kennt keine entsprechende Regel und legt mit der Regel des höchst bezahlten Preises das Gewicht auf die absolute Gleichbehandlung aller Aktionäre (vgl. Rn[17] und [18]).

[37] U.E. ist es richtig, die Referenzgrösse „Börsenkurs“ beizubehalten. Ohne die Preisuntergrenze des Börsenkurses wäre es möglich, den Angebotsempfängern bei steigenden Kursen einen Ange-

⁴⁰ Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 201 f.; Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. Auflage, Zürich/Basel/Genf 2009, §7 N 242a, welcher die Möglichkeit eines Kontrollzuschlags aus heutiger Sicht in den meisten Fällen für stossend hält.

⁴¹ Vgl. zuletzt Valentin Jentsch, (FN 37), S. 375, welcher feststellt, dass bei Pflichtangeboten tendenziell tiefere Prämien auf den Börsenkurs bezahlt werden als bei freiwilligen Angeboten. Er erklärt dies einerseits dadurch, dass der Anbieter im Rahmen von Pflichtangeboten nicht am Zustandekommen des Angebots interessiert ist, andererseits dadurch, dass die Prämie beim Pflichtangebot mehrheitlich im vorausgegangenen Erwerb bezahlt wird.



botspreis unter dem Börsenkurs anzubieten, sofern der vorausgegangene Erwerb zu einem tieferen Preis als der Börsenkurs erfolgte. Ein solches Angebot wäre für die Aktionäre wirtschaftlich uninteressant und würde es dem Angebotspflichtigen erlauben, seine Pflicht zu unterlaufen. Für den Fall, dass kein vorausgegangener Erwerb erfolgt, könnte zudem kein Mindestpreis festgelegt werden.

8.2 Revision der Referenzgrösse „vorausgegangener Erwerb“

[38] Der vorausgegangene Erwerb hat sich bei der Bestimmung des Mindestpreises bewährt und dessen grundsätzliche Beibehaltung als Referenzgrösse soll nicht in Frage gestellt werden. Hingegen ist es fraglich, ob die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs heute noch Rückhalt geniessen würde, gerät sie doch zunehmend in Kritik. So war beispielsweise das Angebot von Aquamit B.V. an die Aktionäre von Quadrant AG im Jahr 2009 Anlass, eine Interpellation beim Bundesrat zur Frage der Kontrollprämie einzureichen, welche die Ungleichbehandlung der Aktionäre kritisierte (vgl. Interpellation Kaufmann).⁴²

[39] Die Übernahmekommission hat in ihrer Stellungnahme zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 27. April 2010 festgehalten, dass die helvetische Besonderheit der Bezahlung einer Kontrollprämie nicht mehr gerechtfertigt ist und angekündigt, ein Dossier zur Revision der Mindestpreisbestimmungen beim zuständigen Departement einzureichen.

[40] Nachstehend wird auf zwei mögliche Revisionsvarianten (völlige Abschaffung der Kontrollprämie, Begrenzung auf „echte“ Kontrollpakete) eingegangen. Auf eine weitere Revisionsvariante, welche die Bezahlung einer Prämie auf Familiengesellschaften beschränkt, kann verzichtet werden. Sind die Familienaktionäre nämlich kontrollierende Aktionäre, dann werden sie auch gemäss Revisionsvorschlag 2 eine Kontrollprämie erhalten. Falls sie jedoch keine kontrollierende Beteiligung halten, gibt es keine Rechtfertigung, ihnen trotzdem eine Prämie zukommen zu lassen, bloss weil sie einer bestimmten (Gründer-)Familie angehören.

9. Revisionsvariante 1: Abschaffung der Kontrollprämie

9.1 Argumente für die Abschaffung

[41] Wie unter Rn [31] ff. ausgeführt, würde durch die Abschaffung der Kontrollprämie einerseits die absolute Gleichbehandlung der Aktionäre sichergestellt, andererseits aber die Vertragsfreiheit eingeschränkt. Dies kann jedoch hingenommen werden: Wer sich an den Kapitalmarkt und dessen Teilnehmer wendet, indem er sich kotieren lässt, kann nicht zugleich die privilegierten Freiheiten einer nicht kotierten Gesellschaft in Anspruch nehmen. Am Kapitalmarkt kommt der Gleichbehandlung eine ausserordentliche Bedeutung zu. Dies geht schon aus Art. 1 BEHG hervor,

⁴² Interpellation Kaufmann (FN 2).



wonach der Zweck des Börsengesetzes insbesondere darin besteht, die Voraussetzungen für den gewerbsmässigen Handel mit Effekten zu regeln, um für den Anleger Gleichbehandlung sicherzustellen. Wer die Vorteile des börsen- und gewerbsmässigen Handels wählt, muss sich an diesen elementaren Grundsatz halten.

[42] Die Bezahlung einer Kontrollprämie ist in den europäischen Ländern unzulässig (vgl. Rechtsvergleich in Rn 4.1 ff.). Durch die Abschaffung würde die Schweizerische Preisregelung Europäischem Recht angeglichen.

[43] Bei Abschaffung der Kontrollprämie würde die Bedeutung des vorausgegangenen Erwerbs als Referenzgrösse für die Festlegung des Mindestpreises im Vergleich zum Börsenkurs (VWAP) zunehmen, da nicht mehr 25% abgezogen werden, um den Mindestpreis zu berechnen. Der Preis des vorausgegangenen Erwerbs wäre in den meisten Fällen der höhere und damit für den Mindestpreis massgebend. Die Problematik der Illiquidität und der Bewertung illiquider Titel würde entschärft, da die sich aus einer Bewertung ergebenden Werte für den Mindestpreis in vielen Fällen nicht mehr entscheidend wären.⁴³ Eine solche Entwicklung lässt sich in Europa feststellen, dessen nationale Rechtsordnungen keine Kontrollprämie zulassen (vgl. Rn 4.1 ff.). Die Problematik der Illiquidität hat in diesen Ländern eine geringe Bedeutung. Allerdings könnte im Fall eines illiquiden Titels auf eine Bewertung auch bei Abschaffung der Kontrollprämie nicht verzichtet werden, da stets überprüft werden müsste, ob der Wert gemäss Bewertung nicht doch höher ist, als der Preis des vorausgegangenen Erwerbs, was allerdings – wie erwähnt – selten der Fall sein dürfte.

9.2 Argument gegen die Abschaffung

[44] Gegen die Abschaffung der Kontrollprämie spricht, dass damit der Grundsatz der Vertragsfreiheit weiter eingeschränkt würde. Zudem würde der Umstand, dass einem Kontrollpaket ein höherer wirtschaftlicher Wert zugemessen wird als einer Einzelbeteiligung, nicht mehr berücksichtigt. Überdies ist denkbar, dass Gesellschaften mit einem kontrollierenden Aktionär beim Entscheid betreffend einem allfälligen Börsengang, den Umstand miteinbeziehen, dass keine Kontrollprämie bezahlt werden kann.

[45] Gegenwärtig fungiert die Kontrollprämie – soweit ersichtlich – auch als Entgelt für gewisse Nebenleistungen, welche typischerweise im Zusammenhang mit einem Aktienkauf seitens des Verkäufers erbracht werden (Garantien und Gewährleistungen). Derartige Garantien und Gewährleistungen werden in der Regel nur von Aktionären abgegeben, welche die Gesellschaft kontrollieren. Obwohl das Entgelt hierfür eine vom Entgelt für die Aktien getrennte Entschädi-

⁴³ SIX Exchange Regulation befürwortet im Rahmen ihrer Stellungnahme zur Vernehmlassung zur Revision des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) die Abschaffung der Kontrollprämie: vgl. Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) September 2010, S. 10.



gung darstellt, wird der Wert dieser Nebenleistungen regelmässig als in der Kontrollprämie enthalten angesehen und nicht separat vergütet. Mit der Abschaffung der Kontrollprämie besteht diese Möglichkeit nicht mehr. Damit würden diese Leistungen in Zukunft voraussichtlich jeweils separat honoriert, womit sich vermehrt komplexe Bewertungsfragen stellen dürften. Diese Nebenleistungen müssten bewertet werden, um zu überprüfen, ob sich im diesbezüglichen Entgelt allenfalls eine Prämie für den Aktienerwerb versteckt (vgl. Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA⁴⁴). Je nach Art der Nebenleistungen sind solche Bewertungen schwierig oder nahezu unmöglich. Streitigkeiten über den Wert von Nebenleistungen dürften zunehmen.⁴⁵⁴⁶

9.3 Formulierungsvorschlag

[46] Der neue Wortlaut von Art. 32 Abs. 4 BEHG könnte wie folgt lauten:

„Der Preis des Angebots muss gleich oder höher sein als

a) der Börsenkurs und

b) der höchste Preis, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.“

10. Revisionsvariante 2: Beschränkung der Prämie auf Kontrollbeteiligungen

10.1 Argumente für die Beschränkung

[47] Als Revisionsvariante 2 ist denkbar, die Bezahlung einer Prämie im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs nicht gänzlich zu verbieten, sondern nur (aber immerhin) auf den Erwerb einer **Kontrollbeteiligung** zu beschränken. Diese Revisionsvariante strebt einen Ausgleich zwischen dem Postulat der Gleichbehandlung und dem Grundsatz der Vertragsfreiheit an.

⁴⁴ Nach Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA kann der Preis des vorausgegangenen Erwerbs gemindert werden, wenn neben den Hauptleistungen andere wesentliche Leistungen, wie die Gewährung von Sicherheiten oder Sachleistungen, erbracht werden.

⁴⁵ Die (schwierige) Anwendung von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA kann auch in der jetzigen rechtlichen Lage ein Thema sein, wie aus dem Bundesverwaltungsgerichtentscheid vom 30. November 2010 in Sachen Quadrant AG (B-5272/2009) ersichtlich wird.

⁴⁶ Kotierte Gesellschaften in Österreich und Deutschland verfügen häufig – ähnlich wie in der Schweiz – über kontrollierende Aktionäre. Im Vorfeld von Übernahmen oder parallel zu Übernahmeangeboten werden Aktienpakete von kontrollierenden Aktionären erworben, welche regelmässig Garantien und Gewährleistungen abgeben. Allerdings gab es – soweit ersichtlich – bisher noch nie einen Fall, in welchem geltend gemacht wurde, dass der Wert solcher Zusagen vom Mindestpreis in Abzug zu bringen sei.



[48] Für diese Lösung sprechen im Wesentlichen diejenigen Argumente, welche bereits bei der Einführung der Angebotspflicht vorgebracht wurden (vgl. Rn [12] bis [15]). Sie würde überdies den ursprünglichen gesetzgeberischen Willen besser verwirklichen als die geltende, da bei der Möglichkeit der Bezahlung einer Prämie in erster Linie an den Erwerb von **Kontrollbeteiligungen** gedacht wurde, wie dies aus der Botschaft zum Börsengesetz hervorgeht (vgl. Rn [12]). Im Gegensatz zur Revisionsvariante 1 würde dem Umstand Rechnung getragen, dass einer Kontrollbeteiligung im Vergleich zur Einzelbeteiligung ein Mehrwert zugemessen wird.

[49] Zudem könnte die Prämie – anders als bei einem völligen Verbot gemäss Revisionsvariante 1 – auch weiterhin die Funktion erfüllen, als Entgelt für gewisse Nebenleistungen zu dienen, welche vom Veräusserer einer Kontrollbeteiligung oftmals erbracht werden (Garantien und Gewährleistungen, vgl. Rn[14]).

[50] Missbräuche könnten mit dieser Variante weitgehend vermieden werden, da es – im Gegensatz zur geltenden Regelung – nicht mehr möglich wäre, für nicht kontrollierende Beteiligungen eine Prämie zu bezahlen, um damit andere Zwecke zu erreichen (z.B. um den Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft, welcher selbst Aktien hält, mit einer Prämie für seine Aktien auf die Seite des Anbieters zu ziehen).

10.2 Definition einer Kontrollbeteiligung

[51] Die Revisionsvariante 2 möchte die Möglichkeit der Bezahlung einer Prämie auf den (vorausgegangenen) Erwerb einer Kontrollbeteiligung beschränken.

[52] In Anlehnung an Art. 32 Abs. 1 BEHG betr. Angebotspflicht, wonach bei einer Beteiligung von 33 1/3% der Stimmrechte eine Kontrolle vermutet wird, ist auch für eine Kontrollbeteiligung im Sinn des Revisionsvorschlages 2 eine Beteiligung von mindestens 33 1/3% der Stimmrechte vorzusetzen.

[53] Die Beteiligung soll zudem nur dann als Kontrollbeteiligung gelten, wenn der Veräusserer damit zum Zeitpunkt der Veräusserung die Kontrolle über die Zielgesellschaft ausübte. Beim Veräusserer kann es sich sowohl um einen Einzelaktionär als auch um eine Gruppe von Aktionären handeln, die eine Gruppe im Hinblick auf die Beherrschung der Gesellschaft im Sinn von Art. 32 Abs. 1 BEHG i.V.m. 31 BEHV-FINMA bilden und als solche offengelegt sind.

[54] Andere Aktionärsgruppen, welche nicht im Hinblick auf die Beherrschung gebildet und offengelegt wurden, sollen keine Prämie erhalten. Mit der Voraussetzung der Beherrschung soll ausgeschlossen werden, dass sich im Vorfeld eines Angebotes Aktionäre (ohne Beherrschungsabsicht) zu einer (blosser) Veräusserungsgruppe zusammenschliessen, um von der Möglichkeit einer Prämie zu profitieren. Mit der Voraussetzung der (ordnungsgemässen) Offenlegung soll vermieden werden, dass vorschriftswidrig nicht offengelegte Beherrschungsgruppen anlässlich eines bevorstehenden Angebotes aus der (verheimlichten) Gruppeneigenschaft einen Vorteil ziehen und eine Prämie erhalten. Beide Konstellationen würden zu unbefriedigenden Ergebnissen



führen und vermöchten die mit der Möglichkeit einer Prämienzahlung stets verbundene Durchbrechung des Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht zu rechtfertigen.

10.3 Formulierungsvorschlag

[55] Der neue Wortlaut könnte wie folgt lauten:

Art. 32 Abs. 4 BEHG:

„Der Preis des Angebots muss gleich oder höher sein als

- a. der Börsenkurs und*
- b. 75% des Preises, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für eine Kontrollbeteiligung bezahlt hat und*
- c. der höchste Preis, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für andere als die in lit. b dieser Bestimmung genannten Erwerbe von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft bezahlt hat.“*

[56] Mit der Formulierung in lit. c wird sichergestellt, dass für die Bestimmung des Mindestpreises grundsätzlich jeder Erwerb während der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebots für den Mindestpreis relevant ist.

[57] Zur Definition der in Abs. 4 lit. b genannten „Kontrollbeteiligung“ ist ein neuer Abs. 4^{bis} einzufügen. Der Wortlaut könnte wie folgt lauten:

Art. 32 Abs. 4^{bis} BEHG:

„Eine Kontrollbeteiligung liegt vor, wenn:

- a. sie mindestens 33 1/3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft umfasst und*
- b. sie vor dem Verkauf von einem einzelnen Aktionär direkt oder indirekt oder von einer Gruppe gemäss Abs. 1 gehalten wurde; und*
- c. sie von diesem Aktionär oder dieser Gruppe gemäss Artikel 20 des Gesetzes gemeldet wurde.*

[58] Liegt keine Kontrollbeteiligung im Sinn von Abs. 4^{bis} vor, so ist es dem Anbieter nicht erlaubt, für die Festlegung des Angebotspreises eine Kontrollprämie vom Kaufpreis abzuziehen. Mit anderen Worten müsste in einem solchen Fall der Angebotspreis mindestens dem Preis entsprechen, den er beim Kauf dieses Aktienpakets pro Aktie bezahlt hat.