

VERFÜGUNG

der Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommission

Dr. Kurt Hauri, Präsident, Dr. Pierre Lardy, Mitglied, Prof. Peter Nobel, Mitglied
vom 4. März 1998
[S. auch die [Empfehlung der UEK vom 17. Februar 1998](#)]

In Sachen

- 1. Pharma Vision 2000 AG, Glarus**
- 2. BK Vision AG, Wilen**
- 3. Stillhalter Vision AG, Wilen**

alle vertreten durch BZ Trust Aktiengesellschaft, Egglirain 24, Postfach, 8832 Wilen

betreffend

öffentliche Angebote zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien

hat sich ergeben:

Sachverhalt:

A.- Die Pharma Vision 2000 AG, Glarus, die BK Vision AG, Wilen, und die Stillhalter Vision AG, Wilen, sind börsennotierte Beteiligungsgesellschaften, welche stimmenmässig von der BZ Gruppe Holding, Wilen, beherrscht werden. Am Samstag, 14. Februar 1998, veröffentlichten die drei Gesellschaften öffentlich je ein Angebot zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien: Die Pharma Vision 2000 AG unterbreitet ihren Aktionären ein Angebot zum Rückkauf von maximal 1 Million Inhaberaktien im Nominalwert von maximal Fr. 50 Mio., was 13,4% ihres Aktienkapitals von Fr. 372,959 Mio. (per 31.12.1997) und 7,8% ihrer Stimmen entspricht. Die BK Vision AG unterbreitet ihrerseits ihren Aktionären ein Angebot zum Rückkauf von maximal 500'000 Inhaberaktien im Nominalwert von maximal Fr. 125 Mio., was 15,1% ihres Aktienkapitals von Fr. 825 Mio. (per 31.12.1997) und 8,4% ihrer Stimmen entspricht. Die Stillhalter Vision AG schliesslich unterbreitet ihren Aktionären ein Angebot zum Rückkauf von maximal 500'000 Inhaberaktien im Nominalwert von Fr. 225 Mio., was 7,9% des Aktienkapitals von Fr. 2'850 Mio. (per 31.12.1997) und 5% ihrer Stimmen entspricht. Die drei Angebote enthalten gemeinsame Bedingungen betreffend Rückkaufpreis, Angebotsfrist, Anmeldung, Zuteilung, Auszahlung des Rückkaufpreises und Titellieferung, Verrechnungssteuer, Stempelsteuer und direkte Bundessteuer. Die drei Angebote gelten bis Donnerstag, 12. März 1998, 12.00 Uhr. Als Rückkaufpreis wird der innere Wert der entsprechenden Inhaberaktie am Mittwoch, 11. März 1998, minus 2 Prozent, aufgerundet auf den nächsten ganzen Franken, bestimmt. Die BZ Bank Aktiengesellschaft, Egglirain 15, 8832 Wilen, fungiert als Anmeldestelle und ist für die Zuteilung besorgt. Als Zuteilungsregel wird festgehalten, dass eine proportionale Kürzung auf der Basis der Anzahl der angemeldeten Aktien erfolgt, wenn der entsprechenden Gesellschaft mehr als die Maximalanzahl Aktien angeboten werden. Dabei sollen zuerst diejenigen Angebote berücksichtigt werden, welche von Aktionären kommen, die nicht der BZ Gruppe zuzurechnen sind. Als Zweck des Rückkaufs wird in den Angeboten eine Kapitalherabsetzung um den Nominalwert der zurückgekauften Inhaberaktien durch Vernichtung derselben angegeben. Der entsprechende Antrag wird der ordentlichen Generalversammlung 1998 unterbreitet werden.

B.- Am 16. Februar 1998 teilte der Präsident der Übernahmekommission im Verlaufe des Vormittags per Fax den drei Gesellschaften mit, es handle sich bei ihren Angeboten um öffentliche Kaufangebote im Sinne von [Art. 2 Bst. e BEHG](#), die den Bestimmungen dieses Gesetzes jedoch nicht entsprechen. Er hielt fest, dass die Übernahmekommission

beabsichtige, die unverzügliche Zurückziehung dieser Angebote zu empfehlen. Die Gesellschaften wurden aufgefordert, dazu bis 15.30 Uhr desselben Tages Stellung zu nehmen.

C.- Mit Schreiben vom 16. Februar 1998 teilte die Geschäftsführerin der drei betroffenen Gesellschaften, die BZ Trust Aktiengesellschaft, Wilen, dem Präsidenten der Übernahmekommission mit, dass sie sich seiner Beurteilung nicht anschliessen könne. Sie gehe davon aus, dass die börsenrechtlichen Übernahmebestimmungen nicht auf den Rückkauf eigener Aktien anwendbar seien.

D.- Am 17. Februar 1998 erliess die Übernahmekommission zuhanden der drei Gesellschaften eine **Empfehlung** mit folgendem Wortlaut:

„ - Die am 14. Februar 1998 unterbreiteten öffentlichen Kaufangebote zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien der Pharma Vision 2000 AG, der BK Vision AG und der Stillhalter Vision AG müssen zurückgezogen werden.

- Der Rückzug der Angebote muss in den gleichen Medien veröffentlicht werden, in denen die obenerwähnten Angebote publiziert wurden.

- Den elektronischen Medien muss der Rückzug spätestens am 18. Februar 1998, um 9 Uhr (d.h. eine Stunde vor Beginn des Handels), mitgeteilt werden. In den Printmedien ist er am 19. Februar 1998 zu veröffentlichen.“

E.- Mit Fax und Schreiben vom 18. Februar 1998 teilte die Übernahmekommission dem Sekretariat der Eidg. Bankenkommission mit, der Rückzug der öffentlichen Kaufangebote der drei Gesellschaften in den elektronischen Medien sei nicht erfolgt und ihre Empfehlung vom 17. Februar 1998 demzufolge missachtet worden. Sie überwies das Dossier der Eidg. Bankenkommission mit dem Antrag auf Einleitung eines Verwaltungsverfahrens. Der Eingabe war eine Pressemitteilung der Übernahmekommission gleichen Datums beigelegt, worin die Presse über den Sachverhalt und die Empfehlung, welche ebenfalls veröffentlicht wurde, informiert wird.

F.- Mit Fax und Schreiben vom 18. Februar 1998 lud das Sekretariat der Eidg. Bankenkommission die drei Gesellschaften ein, bis zum 20. Februar 1998 zur Empfehlung der Übernahmekommission Stellung zu nehmen und ihre Haltung zu begründen. Auf telefonisches Gesuch vom 20. Februar 1998 hin verlängerte das Sekretariat der Eidg. Bankenkommission den drei Gesellschaften die Frist zur Einreichung der Stellungnahmen bis zum 24. Februar 1998.

G.- Mit Fax vom 24. Februar 1998 nahm die BK Vision AG innert der erstreckten Frist zur Empfehlung der Übernahmekommission Stellung. Die Stellungnahme der BK Vision AG sowie die gleichlautenden Stellungnahmen der Pharma Vision 2000 AG und der Stillhalter Vision AG vom 24. Februar 1998 wurden der Eidg. Bankenkommission per Post zugestellt.

H.- Mit Fax und Schreiben ebenfalls vom 24. Februar 1998 und mit gleichem Wortlaut teilten die Pharma Vision 2000 AG, die BK Vision AG und die Stillhalter Vision AG der Übernahmekommission mit, dass sie deren Empfehlung vom 17. Februar 1998 „innert der in der Übernahmeverordnung vorgesehenen Frist“ ablehnen. Am gleichen Tag veröffentlichten sie eine Pressemitteilung, worin sie die Ablehnung der Empfehlung bekanntgaben und begründeten.

Die Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommission zieht in

Erwägung:

1.- a) Am 24. März 1995 verabschiedete der Gesetzgeber das neue **Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel** (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1). Ein erster Teil des

Börsengesetzes betreffend die Börsen und die Effektenhändler zusammen mit den Ausführungsvorschriften des Bundesrates und dem ersten Teil der Ausführungsvorschriften der Eidg. Bankenkommision trat am 1. Februar 1997 in Kraft. Der zweite Teil der Börsengesetzgebung, umfassend die Regelungen über die Offenlegung von Beteiligungen sowie die öffentlichen Kaufangebote und die Angebotspflicht, trat am 1. Januar 1998 in Kraft. Die Regelungen über die öffentlichen Kaufangebote sind im wesentlichen im 5. Abschnitt des Börsengesetzes (Art. 22 - 33 BEHG) sowie in der [Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997](#) (Übernahmeverordnung-UEK, UEV-UEK; SR 954.195.1) enthalten. Die Ausführungsbestimmungen zum Pflichtangebot (Art. 32 BEHG) befinden sich in [Art. 24 - 43 der Verordnung der Eidg. Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel](#) (Börsenverordnung-EBK, BEHV-EBK; SR 954.193). Das Börsengesetz sieht für öffentliche Kaufangebote ausser in Bezug auf Pflichtangebote keine Übergangsbestimmungen vor, so dass die Regelungen über die öffentlichen Kaufangebote seit dem 1. Januar 1998 auf alle entsprechenden Sachverhalte anwendbar sind. Die Übernahmekommission ist zuständig, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall zu überprüfen. Sie erlässt gegenüber den Beteiligten Empfehlungen, worin sie feststellt, ob die anwendbaren Bestimmungen eingehalten worden sind oder nicht. Sie kann diese Empfehlungen veröffentlichen (Art. 23 Abs. 3 BEHG; Art. 3 Abs. 1, 2 und 4 UEV-UEK; Art. 3 des [Reglements der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997](#), R-UEK; SR 954.195.2). Werden die Empfehlungen der Übernahmekommission abgelehnt oder missachtet, so meldet sie dies der Eidg. Bankenkommision. Die Eidg. Bankenkommision kann in der ihr unterbreiteten Angelegenheit eine Verfügung erlassen (Art. 23 Abs. 4 und Art. 35 Abs. 1 BEHG). Sie kann die Empfehlung der Übernahmekommission stützen, diese ganz oder teilweise aufheben oder einen Entscheid anderen Inhalts fällen.

2.- a) [Art. 22 Abs. 1 BEHG](#) regelt den Geltungsbereich der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote. Danach finden die Bestimmungen Anwendung auf öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind (sog. Zielgesellschaften). Die Inhaberaktien der Pharma Vision 2000 AG, der BK Vision AG und der Stillhalter Vision AG sind am Hauptsegment der Schweizer Börse kotiert. Es handelt sich bei diesen Gesellschaften somit um Zielgesellschaften im Sinne der Börsengesetzgebung.

b) Es stellt sich die Frage, ob es sich bei den öffentlichen Angeboten der drei genannten Gesellschaften zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien um öffentliche Kaufangebote im Sinne der Börsengesetzgebung handelt beziehungsweise, ob diese unter die Legaldefinition der öffentlichen Kaufangebote von [Art. 2 Bst. e BEHG](#) fallen. [Art. 2 Bst. e BEHG](#) definiert das öffentliche Kaufangebot als ein Angebot zum Kauf oder zum Tausch von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder von anderen Beteiligungspapieren (Beteiligungspapiere), das sich öffentlich an Inhaber von Aktien oder anderer Beteiligungspapiere von der schweizerischen Gesellschaft richtet.

aa) Der Wortlaut des Gesetzes lässt offen, ob öffentliche Rückkaufangebote eigener Aktien unter die Legaldefinition von [Art. 2 Bst. e BEHG](#) fallen. Weder wird die Unterstellung der Rückkäufe von Beteiligungspapieren unter die öffentlichen Kaufangebote ausdrücklich statuiert, noch wird sie explizit ausgeschlossen. Das Gesetz unterscheidet nicht zwischen öffentlichen Kaufangeboten, die vom Emittenten der betreffenden Beteiligungspapiere stammen und solchen, die von einer Drittperson stammen. In der Übernahmeverordnung der Übernahmekommission wird der Begriff des öffentlichen Kaufangebots nicht weiter verdeutlicht.

bb) Die Materialien zum Börsengesetz enthalten ebenfalls keine eindeutigen Hinweise bezüglich der Frage, ob öffentliche Rückkaufangebote auf eigene Beteiligungstitel der Börsengesetzgebung zu unterstellen sind oder nicht. Die Botschaft des Bundesrates und das Amtliche Bulletin der Bundesversammlung sprechen sich zu dieser Frage nicht ausdrücklich aus. Der Vernehmlassungsentwurf der Übernahmeverordnung vom 22. Februar 1996 sah die Unterstellung öffentlicher Rückkaufangebote für eigene Beteiligungstitel unter die Börsengesetzgebung vor, enthielt aber auch eine Variante bezüglich der Nichtanwendbarkeit der Börsengesetzgebung (Art. 4 Entwurf UEV-UEK). Im Vernehmlassungsverfahren waren die Meinungen zum Hauptvorschlag kontrovers. Mehrheitlich wurde für die Variante votiert. In der Ämterkonsultation wurde allerdings das Fehlen einer Delegationsnorm in Art. 22 BEHG zum Geltungsbereich bei öffentlichen Kaufangeboten beanstandet, so dass aus rechtlichen

Gründen letztlich auf eine Regelung verzichtet wurde. Die Antwort wurde somit der Rechtsprechung überlassen (vgl. Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 2. Auflage, S. 293 N 422b; Karl Hofstetter, Erwerb und Wiederveräußerung eigener Aktien durch börsenkotierte Gesellschaften, in: „Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz“, hrsg. von Roland von Büren, S. 151/152).

cc) Am 3. November 1997 publizierte die Übernahmekommission ihr Rundschreiben Nr. 1 betreffend Anwendungsbereich des Börsengesetzes bei öffentlichen Kaufangeboten. Darin gibt sie bekannt, wie sie [Art. 2 Bst. e BEHG](#) bezüglich der öffentlichen Kaufangebote einer Gesellschaft für deren eigene Beteiligungspapiere auszulegen gedenkt. Ziffer 2.1 dieses Rundschreibens hält fest, dass ein öffentliches Kaufangebot einer Gesellschaft für ihre eigenen Beteiligungspapiere, von zwei präzise umschriebenen Ausnahmen abgesehen, dem Gesetz unterstellt ist. Eine Ausnahme betrifft Rückkaufangebote, die direkt aus einem Beschluss der Generalversammlung hervorgehen (Ziff. 2.2). Nach der zweiten Ausnahme sind Angebote für eigene Beteiligungspapiere ferner dann nicht dem Gesetz unterstellt, wenn a) das Angebot sich auf Beteiligungspapiere bezieht, die höchstens 10 Prozent des Aktienkapitals ausmachen, und b) die Gleichbehandlung der Aktionäre gewährleistet ist sowie c) die Aktionäre mit mehr als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte sich verpflichten, das Angebot für denjenigen Teil ihrer Aktien anzunehmen, der dem vom Angebot betroffenen Anteil des Aktienkapitals entspricht (Ziff. 2.3). Dieses Rundschreiben war der Pharma Vision 2000 AG, der BK Vision AG und der Stillhalter Vision AG bekannt. In ihrer Empfehlung vom 17. Februar 1998 geht die Übernahmekommission auf ihr Rundschreiben allerdings nicht ein. Rundschreiben der Übernahmekommission besitzen keine unmittelbare Rechtswirkung. Insbesondere sind sie für die Eidg. Bankenkommision nicht bindend und werden von ihr auch nicht sanktioniert. Die Eidg. Bankenkommision hat zwar gemäss Art. 23 Abs. 2 BEHG die Ausführungsbestimmungen der Übernahmekommission zu genehmigen. Darin sind die Rundschreiben aber nicht eingeschlossen.

Der aufgehobene Übernahmekodex der Schweizer Börse und die Praxis der ehemaligen Kommission für Regulierungsfragen sind für die Entscheidungsfindung ohne Rechtswirkung, trotzdem aber von Interesse. Der Übernahmekodex war der privatrechtliche Vorläufer der börsengesetzlichen Übernahmeregelung und wurde im Rahmen der Selbstregulierung von der Schweizer Börse erlassen. Er trat Ende 1997 ausser Kraft. In einem Grundsatzentscheid vom 11. Februar 1994 (vgl. SZW 66 (1994) 133f.) bejahte die Kommission für Regulierungsfragen die Unterstellung der öffentlichen Rückkaufangebote unter den Kodex. Auf Betreiben der Banken wurde der Entscheid später jedoch wieder in seiner Wirkung aufgehoben, indem der Kodex modifiziert und in Ziff. 2 ausdrücklich festgehalten wurde, dass er nicht anwendbar sei, falls das Angebot von der Gesellschaft ausgehe.

dd) Der Zweckartikel des Börsengesetzes ([Art. 1 BEHG](#)) nimmt nicht explizit Bezug auf die öffentlichen Kaufangebote. Die Übernahmekommission hat den Zweckartikel jedoch in [Art. 1 UEV-UEK](#) näher konkretisiert und bezeichnet die Sicherstellung der Lauterkeit und Transparenz öffentlicher Kaufangebote sowie die Gleichbehandlung der Anleger als Regulierungsziele. Der Aktionär als Adressat eines öffentlichen Kaufangebots soll dieses in voller Kenntnis der Sachlage prüfen (vgl. [Art. 24 Abs. 1](#) und [Art. 29 Abs. 1 BEHG](#) sowie [Art. 17 Abs. 1 UEV-UEK](#)) und alsdann einen fundierten Entscheid hinsichtlich Annahme oder Verwerfung des Angebots fällen können. Mit der Einführung der Börsengesetzgebung wurde somit das Recht des Aktionärs auf Information, Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung verstärkt. Die Auffassung der Übernahmekommission, wonach öffentliche Kaufangebote einer schweizerischen kotierten Gesellschaft für ihre eigenen Beteiligungspapiere grundsätzlich dem Gesetz zu unterstellen sind, steht mit diesen Regulierungszielen in Einklang und kommt damit den Schutzbedürfnissen des Aktionärs entgegen. Die Zielsetzung der Regelung über die öffentlichen Kaufangebote (Transparenz, Gleichbehandlung, Lauterkeit und Treu und Glauben) spricht folglich für die Unterstellung der öffentlichen Rückkaufangebote für eigene Beteiligungspapiere unter die Angebotsregulierung nach dem Börsengesetz (ebenso: Peter Böckli, a.a.O., S. 293 N 422b und S. 877 N 1661g; Karl Hofstetter, a.a.O., S. 152). Die Aktionäre einer Gesellschaft, welchen ein öffentliches Rückkaufangebot ihrer Gesellschaft für deren eigene Aktien vorliegt, befinden sich in einer vergleichbaren wirtschaftlichen Situation wie die Aktionäre eines Angebots, das von einem Dritten stammt. Zudem kann ein Rückkaufangebot, welches mit dem Zweck einer Herabsetzung des Kapitals im Umfang des Nennwerts der zurückgekauften Titel erfolgt, die relative Beteiligung jener Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen, unter Umständen erheblich erhöhen (und eventuell einen meldepflichtigen Tatbestand oder gar eine

Angebotspflicht auslösen). In dieser Situation haben die Aktionäre Anspruch auf Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung. Aber auch in anderen Konstellationen ist die Anwendung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote auf den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere zum Schutze der Aktionäre geboten. Unterbreitet beispielsweise eine Gesellschaft, die das Ziel eines öffentlichen Kaufangebots ist, ihren Aktionären ihrerseits ein Angebot, so ist diese Konkurrenzofferte den Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote zu unterstellen (vgl. [Art. 47 Abs. 2 UEV-UEK](#)). Weiter gilt es möglichen Missbräuchen vorzubeugen. Ein Hauptaktionär soll beispielsweise die börsenrechtlichen Bestimmungen nicht dadurch umgehen können, indem er den Verwaltungsrat veranlasst, das entsprechende öffentliche Kaufangebot durch die Gesellschaft selbst zu unterbreiten, und die Beteiligungstitel anschliessend selbst übernimmt.

ee) Die drei betroffenen Gesellschaften machen geltend, dass der Rückkauf eigener Aktien abschliessend und umfassend im Aktienrecht geregelt sei und die Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote deshalb nicht zur Anwendung kämen. Das Aktienrecht stellt dem Aktionär bei einem Rückkaufangebot zwar verschiedene Rechte und Rechtsbehelfe zur Verfügung. Die Prinzipien der Gleichbehandlung, der Lauterkeit und der Transparenz haben auch im Aktienrecht ihre Gültigkeit. Die Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote bieten indes einen weitergehenden Schutz, insbesondere hinsichtlich Transparenz und Lauterkeit. Zum Schutze des Aktionärs hat der Gesetzgeber dem Anbieter von öffentlichen Kaufangeboten und der Zielgesellschaft verschiedene Informationspflichten auferlegt. So untersteht der Anbieter insbesondere einer Prospektpflicht; er muss sein Angebot mit wahren und vollständigen Informationen in einem Prospekt veröffentlichen ([Art. 24 Abs. 1 BEHG](#)). Weiter hat er das Angebot vor der Veröffentlichung einer von der Eidg. Bankenkommision anerkannten Revisionsstelle oder einem Effektenhändler zur Prüfung zu unterbreiten ([Art. 25 Abs. 1 BEHG](#)). Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ist seinerseits verpflichtet, zuhanden der Aktionäre einen Bericht zu verfassen und zu veröffentlichen, in welchem er zum Angebot Stellung nimmt ([Art. 29 Abs. 1 BEHG](#)). Die Übernahmekommision hat zu diesen Informationspflichten in ihrer Verordnung detaillierte Ausführungsbestimmungen erlassen. Das Aktienrecht vermag in einem öffentlichen Aktienrückkaufverfahren den Aktionären keinen vergleichbaren Schutz zu bieten (vgl. Böckli, a.a.O. S. 293 N 422b). Insbesondere ist der Anbieter nach dem Aktienrecht im Gegensatz zur Börsengesetzgebung ([Art. 23 Abs. 1 Bst. a UEV-UEK](#)) nicht verpflichtet, die mit einer Rückkaufofferte verfolgten Absichten offenzulegen. Der Rückkauf eigener Aktien ist im übrigen nicht grundsätzlich von der Börsengesetzgebung ausgenommen. So legt [Art. 14 Bst. b BEHV-EBK](#) ausdrücklich fest, dass eine Offenlegungspflicht von Beteiligungen auch beim Erwerb und bei der Veräusserung eigener Beteiligungspapiere durch eine Gesellschaft besteht. Die Meldepflicht bezweckt neben der Gewährleistung der gebotenen Markttransparenz insbesondere auch, den heimlichen Erwerb massgeblicher Beteiligungen zu verunmöglichen. Die Offenlegung von Beteiligungen ist eng verknüpft mit der Regelung der öffentlichen Kaufangebote. Aus dieser Verbindung ergibt sich, dass in den Regelungsbereich der öffentlichen Kaufangebote auch eigene Beteiligungspapiere einzubeziehen sind.

Es ist somit festzustellen, dass die öffentlichen Angebote der Pharma Vision 2000 AG, der BK Vision AG und der Stillhalter Vision AG vom 14. Februar 1998 zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien als öffentliche Kaufangebote im Sinne von [Art. 2 Bst. e BEHG](#) gelten und somit die Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote grundsätzlich auf diese anwendbar sind.

3.- a) Das Börsengesetz ist als Rahmengesetz ein offenes und flexibles Gesetz. In manchen Regelungsbereichen bietet es Möglichkeiten einer dem Einzelfall angepassten Lösung, indem Erleichterungen, Ausnahmen und auch Befreiungen von der Anwendung einzelner Vorschriften gewährt werden können. Diese Flexibilität ist letztlich auch Ausdruck des Grundsatzes der Verhältnismässigkeit. Im Bereich der öffentlichen Kaufangebote bedeutet diese Flexibilität insbesondere, dass beim Vorliegen hinreichender Gründe eine abgestufte oder vollständige Befreiung von einzelnen gesetzlichen Auflagen möglich ist. [Art. 4 UEV-UEK](#) sieht in diesem Sinne ausdrücklich vor, dass in besonderen Fällen Ausnahmen von einzelnen Bestimmungen gewährt werden können, sofern diese durch überwiegende Interessen gerechtfertigt sind.

b) Im Unterschied zu einer Übernahme durch einen Dritten bestehen beim Rückkaufangebot der Zielgesellschaft und ihrem Aktionär bereits rechtliche Beziehungen. Diese sind durch das Aktienrecht geregelt, wodurch ein Teil der durch das Börsengesetz geschützten Interessen

der Aktionäre, namentlich der Anspruch auf Gleichbehandlung und auf Handeln nach Treu und Glauben (Art. 717 OR), bereits teilweise abgedeckt ist. Auch wenn das Angebot der Zielgesellschaft für die Aktionäre die gleichen wirtschaftlichen Auswirkungen hat, ist daher beim Rückkauf eigener Beteiligungspapiere das börsenrechtliche Schutzbedürfnis der Aktionäre weniger ausgeprägt als bei einer Übernahme durch Dritte. Beim Rückkaufangebot für eigene Aktien kommt ferner dem Bericht der Zielgesellschaft eine untergeordnete Bedeutung zu. Die in Art. 29 UEV-UEK verlangten Informationen können bereits durch die Publikation des Rückkaufangebots abgedeckt sein, da diese durch die Zielgesellschaft selber erfolgt. Die Stellungnahme zum Angebot gemäss Art. 29 Abs. 3 UEV-UEK ist schliesslich ohnehin obsolet. Auch die Prüfung des Angebots gemäss Art. 25 BEHG erscheint beim Rückkaufangebot für eigene Beteiligungspapiere in einem anderen Licht. Ein eingehendes Prüfungsverfahren kann unter Umständen unverhältnismässig sein.

Erfüllt die Zielgesellschaft deshalb bei der Publikation ihres Rückkaufangebotes die grundlegenden Anforderungen an Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit und Treu und Glauben auf andere Weise als durch die unmittelbare und umfassende Anwendung der börsengesetzlichen Vorschriften und liegen keine Hinweise auf Umgehungen des Börsengesetzes oder auf Gesetzesverletzungen vor, kann geprüft werden, ob von der Anwendung der Vorschriften über die öffentlichen Kaufangebote ganz oder teilweise abgesehen werden kann. Damit diese Prüfung erfolgen kann, sind insbesondere öffentliche Rückkaufangebote beziehungsweise Rückkaufprogramme für eigene Beteiligungspapiere vor der Publikation der Übernahmekommission zu unterbreiten. Diese wird prüfen, ob die genannten Voraussetzungen für eine Befreiung von der Unterstellung unter das Börsengesetz gegeben sind. Ist dies aber nicht der Fall, sind Rückkaufangebote und Rückkaufprogramme für eigene Beteiligungspapiere im Sinne der vorstehenden Erwägungen (E. 2) dem Börsengesetz unterstellt. Die Befreiung kann insbesondere z.B. bedeuten, dass auf den Bericht der Zielgesellschaft (Art. 29 Abs. 1 BEHG) oder auf den Prüfbericht (Art. 25 BEHG) verzichtet werden kann.

c) Es ist somit im Einzelfall zu prüfen, ob ein Rückkaufangebot für eigene Beteiligungspapiere die Anforderungen bezüglich Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit und Treu und Glauben erfüllt und ob keine offensichtlichen Anhaltspunkte für Gesetzesverletzungen oder Umgehungsabsichten vorliegen. Die Angebote der Pharma Vision 2000 AG, der BK Vision AG und der Stillhalter Vision AG vom 14. Februar 1998 genügen diesen Anforderungen.

aa) Die Ankündigungen in den Medien enthalten die für den Aktionär erforderlichen Informationen, welche auch bei einer Anwendung des Börsengesetzes zu verlangen wären. Die Anzeigen informieren über den Umfang des Angebots, dessen Zweck, die Bedingungen betreffend Rückkaufpreis, die Angebotsfrist, die Anmeldung, die Zuteilung, die Auszahlung des Rückkaufpreises und die Titellieferung sowie über die steuerlichen Aspekte. Die Beurteilung der Übernahmekommission in der Empfehlung vom 17. Februar 1998, wonach die Angebote die durch Art. 19ff. UEV-UEK verlangten Angaben nicht enthalten, ist nur zum Teil zutreffend. Die publizierten Informationen decken die Anforderungen von Art. 19ff. UEV-UEK teilweise ab. Auch wenn sie in diesem Sinne nicht vollständig sind, genügen sie aber zumindest den Informationsbedürfnissen im vorliegenden Fall. Diese sind hier angesichts der Identität zwischen Anbieter und Zielgesellschaft weniger ausgeprägt. Im übrigen ist der Informationsstand der Öffentlichkeit und der interessierten Anlegerkreise sowie insbesondere der Aktionäre über die drei Gesellschaften zufolge einer generell offensiven Informationspolitik und häufigen Medienpräsenz ohnehin hoch. So veröffentlichen die drei Gesellschaften regelmässig Diagramme über die Kursentwicklung ihrer Aktien oder ist z.B. allgemein bekannt, dass sie von der BZ Gruppe Holding beherrscht werden. Dass nicht alle Informationsanforderungen der Übernahmeverordnung erfüllt sind, ist angesichts der besonderen Konstellation beim Rückkauf eigener Beteiligungspapiere und der, wie erwähnt, ansonsten offenen Informationspolitik der drei Gesellschaften nicht schädlich. Die Anzeigen der drei Gesellschaften vom 14. Februar 1998 vermögen daher im vorliegenden Fall in reduziertem Umfang die Funktion des börsengesetzlichen Angebotsprospektes zu übernehmen. Es sind zudem keine Hinweise erkennbar, die auf eine Benachteiligung der übrigen Aktionäre schliessen lassen würden. Die verfügbaren und im Angebot publizierten Informationen gewährleisten in diesem Sinne in genügender Hinsicht Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit und Treu und Glauben.

bb) Die Übernahmekommission beanstandet ferner das Fehlen eines Berichts des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHG und Art. 29ff. UEV-UEK. Wie bereits ausgeführt (E 3. b), kommt dem Bericht der Zielgesellschaft beim

Rückkaufangebot für eigene Beteiligungspapiere untergeordnete Bedeutung zu, wenn Anbieter und Zielgesellschaft identisch sind. Die unter diesem Titel verlangten Informationen sind hier daher zum Teil überflüssig, z.B. die Stellungnahme zum Angebot ([Art. 29 Abs. 3 UEV-UEK](#)) oder zu Abwehrmassnahmen ([Art. 30 Abs. 2 UEV-UEK](#)), oder ergeben sich bereits aus der Publikation des Angebots, z.B. die Absichten des Hauptaktionärs und des Verwaltungsrates ([Art. 30 Abs. 1 UEV-UEK](#)), nämlich die Herabsetzung des Kapitals.

cc) Schliesslich rügt die Übernahmekommission das Fehlen einer Überprüfung des Angebots durch eine Prüfstelle gemäss [Art. 25 BEHG](#) und [Art. 22ff. UEV-UEK](#). Diese Prüfung durch einen unabhängigen Dritten erfüllt eine wichtige Funktion zum Schutz der übrigen Aktionäre. Es ist aber auch hier nicht zu übersehen, dass die Bedeutung beim Rückkauf eigener Aktien eingeschränkt ist. Da zudem keine Hinweise bestehen, dass mit dem Rückkauf unlautere Absichten verfolgt würden oder eine missbräuchliche Umgehung des Börsengesetzes beabsichtigt wäre, kann deshalb im vorliegenden Fall auf den Beizug einer Prüfstelle verzichtet werden. Die ansonsten transparente Information dokumentiert im übrigen die korrekten Absichten der drei Gesellschaften.

dd) Die Übernahmekommission führt als Grund für eine Unterstellung der Rückkaufangebote für eigene Beteiligungspapiere zu Recht an, dass der Hauptaktionär die Übernahmeregel des Börsengesetzes umgehen könnte, indem er das Kaufangebot durch die Gesellschaft selber unterbreiten liesse. Da aber im vorliegenden Fall die BZ Gruppe Holding die drei Gesellschaften ohnehin bereits beherrscht, besteht hier kaum die Gefahr einer Umgehung und es deutet auch nichts auf eine solche hin.

ee) Aus diesen Gründen können die Pharma Vision 2000 AG, die BK Vision AG und die Stillhalter Vision AG für die am 14. Februar 1998 publizierten Angebote zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien von der Anwendung der Vorschriften über die öffentlichen Kaufangebote befreit werden. Diese Befreiung ersetzt die Empfehlung der Übernahmekommission vom 17. Februar 1998. Bei diesem Ausgang des Verfahrens ist eine Neupublikation der Rückkaufangebote der drei Gesellschaften nicht erforderlich.

4.- Öffentliche Kaufangebote sind der Übernahmekommission vor der Veröffentlichung zu unterbreiten, damit die Anwendbarkeit der Vorschriften des Börsengesetzes rechtzeitig geprüft werden kann und so Gesetzesverletzungen vermieden werden können. Aus der Entstehungsgeschichte zur Übernahmeverordnung war insbesondere der BZ-Gruppe, zu welcher die drei Gesellschaften Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG und Stillhalter Vision AG gehören, als aktive Vernehmlasserin die Kontroverse um die Frage der Unterstellung der öffentlichen Rückkaufangebote für eigene Beteiligungspapiere bekannt. Ferner hatten die drei Gesellschaften Kenntnis vom Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission vom 3. November 1997. Vor diesem Hintergrund und weil sie die im Rundschreiben vertretene Auffassung der Übernahmekommission nicht teilten, waren die drei Gesellschaften gehalten, vor der Publikation des Angebots Rücksprache mit der Übernahmekommission zu nehmen. Sie haben dies versäumt und somit das vorliegende Verfahren mitverursacht. Da zwar nicht im Grundsatz aber je in ihrem Fall in ihrem Sinne entschieden wird, wäre es aber nicht gerechtfertigt, ihnen die gesamten Verfahrenskosten aufzuerlegen. Bei diesem Ausgang des Verfahrens ist es somit angezeigt, sie bloss mit der Hälfte der Kosten, das heisst je mit einem Sechstel derselben zu belasten.

Aus diesen Gründen und in Anwendung der [Art. 2 Bst. e, 22-31](#) und [35 BEHG](#) (SR 954.1), [Art. 1, 4](#) und [17-33 UEV-UEK](#) (SR 954.195.1), [Art. 4-6](#) des Reglements über die Eidg. Bankenkommision (R-EBK; SR 952.721) sowie [Art. 11 und 12 Bst. e](#) der Verordnung über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidg. Bankenkommision vom 2. Dezember 1996 (EBK-GebV; SR 611.014) hat die Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommision

verfügt:

Die Rückkaufangebote der Pharma Vision 2000 AG, der BK Vision AG und der Stillhalter Vision AG vom 14. Februar 1998 zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien werden von der Anwendung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote befreit.

Die Verfahrenskosten von insgesamt Fr 24'478.50, bestehend aus einer Spruchgebühr von Fr. 24'000.-- und den Schreibgebühren von Fr 478.50, werden zu je einem Sechstel der Pharma Vision 2000 AG, der BK Vision AG und der Stillhalter Vision AG, ausmachend je Fr. 4'079.75, auferlegt. Sie sind mittels beiliegendem Einzahlungsschein innert 30 Tagen zu überweisen.

ÜBERNAHMEKAMMER DER EIDG. BANKENKOMMISSION

Präsident: **Dr. Kurt Hauri**

Vizedirektor: **Franz Stirnimann**

Eine Verwaltungsgerichtsbeschwerde gegen diese Verfügung kann unter Beilegung derselben sowie allfälliger Belege und unter Anführung der Gründe binnen 30 Tagen beim Schweizerischen Bundesgericht in Lausanne schriftlich in zweifacher Ausfertigung eingereicht werden.

Mitteilung an:

- Pharma Vision 2000 AG, Glarus, BK Vision AG, Wilen, Stillhalter Vision AG, Wilen
- alle vertreten durch die BZ Trust Aktiengesellschaft, 8832 Wilen
- Übernahmekommission, 5 cours des Bastions, 1205 Genf