



Article scientifique

Article

2011

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht

Thévenoz, Luc; Roos, Lukas

How to cite

THÉVENOZ, Luc, ROOS, Lukas. Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, 2011, vol. 83, n° 6, p. 612–624.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:18494>

Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht

Von Prof. Dr. Luc Thévenoz und Dr. Lukas Roos*

The Swiss government has recently submitted a bill amending the Stock Exchange and Securities Act of 1995. As far as takeover bids are concerned, the bill proposes to require that the price of a mandatory offer or any offer for all outstanding shares of the target company be no less than the highest price paid by the offeror (and other persons acting in concert) over the preceding 12 months. We review the legisla-

tive history of the existing rule, which allows the offeror to buy shares before announcing the offer at a premium of no more than 33 1/3% over the offer price. We then discuss the reasons why this rule should be modified so that all shareholders receive the same price, irrespective of whether they sell their shares to the offeror before the announcement or they tender their shares during the offer.

Inhaltsübersicht

- I. **Geltende Mindestpreisregelung als Resultat eines politischen Kompromisses**
 1. **Übernahmekodex**
 2. **Börsengesetz und Argumente für die Zulassung einer Kontrollprämie**
- II. **Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes vom 31. August 2011**
- III. **Kontrollprämie und Angebotspreis**
- IV. **Sinkende Akzeptanz der Kontrollprämie am schweizerischen Finanzmarkt**
- V. **Kontrollprämie als Standortnachteil**
- VI. **Veränderte Aktionariatsstruktur von Gesellschaften mit Kotierung in der Schweiz**
- VII. **Gleichbehandlungsgebot als zentraler Grundsatz des Übernahmerechts**
- VIII. **Kontrollprämie unnötig als Entgelt für zusätzliche Leistungen**
- IX. **Kontrollprämie unnötig als «Schutz» vor sinkenden Börsenkursen**
- X. **Abgrenzung zwischen vorausgegangenem Erwerb und Best Price Rule entfällt**
- XI. **Zusammenfassung**

Mit «Kontrollprämie» oder «Paketzuschlag» wird die Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem höchsten Preis bezeichnet, den der Anbieter in den zwölf dem Angebot vorausgehenden Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Beide Bezeichnungen sind allerdings irreführend, da es das Gesetz erlaubt, einem oder mehreren Aktionären einen bis zu 33 1/3% höheren Preis als den Angebotspreis zu bezahlen, wobei es sich bei den vor-

dem Angebot gekauften Beteiligungspapieren weder um ein kontrollierendes Paket handeln muss, noch hat der Erwerb ausserbörslich zu erfolgen. Die Preisdifferenz darf vielmehr auch dann bezahlt werden, wenn lediglich einzelne Beteiligungspapiere erworben werden, börslich oder ausserbörslich.¹

Die Bezahlung einer Kontrollprämie ist nach schweizerischem Übernahmerecht de lege lata erlaubt, aber in der Höhe begrenzt. Art. 32 Abs. 4 BEHG regelt hierzu Folgendes:

«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.»

Demnach sind zwei Preisuntergrenzen zu beachten: Erstens muss der Angebotspreis mindestens dem Börsenkurs entsprechen. Zweitens darf er höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf dem Angebot vorausgehenden Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat (vorausgegangener Erwerb).² Das bedeutet, dass der Anbieter vor Lancierung des Angebots für Beteiligungspapiere an der Zielgesellschaft 33 1/3% mehr bezahlen darf, als er den Publikumsaktionären anbietet.

Diese Mindestpreisregel gilt für die meisten öffentlichen Kauf- (und Tausch-)Angebote. Sie ist nicht nur auf Pflichtangebote anwendbar, falls ein Aktionär allein oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit den Grenzwert von 33 1/3% überschreitet und infolgedes-

* Dr. Luc Thévenoz ist ordentlicher Professor an der Universität Genf und Präsident der Übernahmekommission. Dr. Lukas Roos, Rechtsanwalt, ist Rechtskonsulent bei der Übernahmekommission. Dieser Artikel basiert auf einem Referat von Luc Thévenoz anlässlich der Tagung «Quo Vadis – Finanzplatz Schweiz?» vom 25. August 2011 in Zürich.

¹ Karl Hofstetter/Evelyn Schilter-Heuberger, Basler Kommentar zum Börsengesetz, 3. Aufl., Basel 2010, Rz. 112 zu Art. 32.

² Mit anderen Worten darf der Preis des Angebots nicht weniger als 75% des höchsten Preises betragen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.

sen ein Angebot lancieren muss, sondern gemäss Art. 9 Abs. 6 UEV³ auch auf freiwillige Angebote, welche Beteiligungspapiere umfassen, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde.⁴ Nicht den Mindestpreisvorschriften unterstehen dagegen Teilangebote, welche nicht zur Überschreitung der Schwelle von 33⅓% der Stimmrechte führen, Angebote auf Zielgesellschaften mit einer Opting-Out-Klausel in den Statuten⁵ und Angebote, bei welchen der Anbieter bereits vor Lancierung mehr als 33⅓% der Stimmrechte hält.

Die Preisuntergrenze des Börsenkurses stellt sicher, dass die Minderheitsaktionäre eine Ausstiegsmöglichkeit zu einem angemessenen Preis erhalten, diejenige des vorausgegangenen Erwerbs, dass zwischen grossen bzw. kontrollierenden Aktionären und Publikumsaktionären keine bzw. – mit Blick auf die Möglichkeit, eine Kontrollprämie zu bezahlen – keine übermässige preisliche Ungleichbehandlung erfolgt. Gemeinsam sollen die beiden Preisuntergrenzen zugunsten der Minderheitsaktionäre Schutz vor einem offensichtlich unteretzten Preis und damit vor einem unfairen öffentlichen Angebot gewährleisten.

I. Geltende Mindestpreisregelung als Resultat eines politischen Kompromisses

1. Übernahmekodex

Der Übernahmekodex, welcher von der Vereinigung der Schweizer Börsen im Rahmen der Selbstregulierung geschaffen wurde und vom 1. September 1989 bis zum Inkrafttreten des Börsengesetzes am 1. Januar 1998 galt, sah weder eine Angebotspflicht noch einen Mindestpreis vor. Solche Regelungen konnte der Übernahmekodex schon deshalb nicht enthalten, weil er als Akt der Selbstregulierung den Aktionären kotierter Gesellschaften keine entspre-

chenden Pflichten in durchsetzbarer Weise auferlegen konnte. Gemäss Übernahmekodex war der Anbieter nur (aber immerhin) zur Gleichbehandlung bezüglich Aktienkäufen *während* der Dauer eines öffentlichen Kaufangebots verpflichtet, entsprechend der heutigen Best Price Rule des Art. 10 Abs. 6 UEV.⁶

In einem Grundsatzentscheid der Regulierungskommission vom 18. Juli 1989⁷ zur Interpretation von Ziff. 3.1 des Übernahmekodexes wurde die Gleichbehandlungspflicht auf den Zeitraum von drei Monaten vor Lancierung des Angebots ausgedehnt, womit der Anbieter während dieser Periode ausserbörslich keinen höheren Preis als den späteren Angebotspreis bezahlen durfte.

In einem weiteren Grundsatzentscheid vom 28. Mai 1990 in Sachen *Jacobs Suchard AG*⁸ wurde diese Praxis wieder relativiert. Es ging um Folgendes: Am 22. Juni 1990 erwarb Philip Morris ausserbörslich von Klaus J. Jacobs 62% der Stimmrechte (rund 25% des Aktienkapitals) an Jacobs Suchard zu einem Preis von CHF 3645 pro Namenaktie. Als Angebotspreis wurden später CHF 1660 pro Namenaktie offeriert, womit Klaus J. Jacobs eine Kontrollprämie von 120% erhalten hatte. Gemäss Regulierungskommission lag darin kein Verstoss gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz gemäss Ziff. 3.1 Übernahmekodex, wonach Aktionäre «in vergleichbarer Lage» gleich behandelt werden mussten. Begründet wurde dies damit, dass das freiwillige öffentliche Angebot von Philip Morris keine wirtschaftlich notwendige Folge des Paketerwerbs von Klaus J. Jacobs sei, da es nicht erforderlich gewesen sei, um die Kontrolle an Jacobs Suchard zu erhalten.⁹ Da Philip Morris durch den vorausgegangenen Erwerb bereits die Kontrolle an Jacobs Suchard erworben hatte, hätte Philip Morris mangels Angebotspflicht auf die Lancierung des öffentlichen Angebots gänzlich verzichten können, womit die Publikumsaktionäre keine Ausstiegsmöglichkeit erhalten hätten.¹⁰ Mit diesem Entscheid wurde

³ Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV) vom 21. August 2008, SR 954.195.1.

⁴ Sog. «gemischte» freiwillige Angebote, *Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem*, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2010, Rz. 107 ff. Dies betrifft den überwiegenden Teil der freiwillig lancierten Angebote.

⁵ Unter einer Opting-Out-Klausel versteht man eine statutarische Bestimmung, wonach ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot verpflichtet ist (Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG).

⁶ Vgl. *Daniel Daeniker*, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XIII*, Zürich 2010, 109 f.

⁷ Vgl. SZW 1990, 208 und 209.

⁸ SZW 1990, 208 ff.

⁹ Dies im Gegensatz zum Sachverhalt, welcher dem Grundsatzentscheid vom 18. Juli 1989 zugrunde lag.

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*, SZW 1990, 160.

unter dem Übernahmekodex der Grundstein für die Zulässigkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie für Kontrollpakete gelegt.

2. Börsengesetz und Argumente für die Zulassung einer Kontrollprämie

Die gestiegenen Erwartungen der Investoren und kotierten Gesellschaften, der Börsencrash von 1987 sowie der Zusammenschluss der drei kantonalen Börsen von Basel, Genf und Zürich zu einer einzigen Schweizer Börse machten die Schaffung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel notwendig. Eine Expertengruppe unter der Leitung von Prof. *Alain Hirsch*, Präsident der Selbstregulierungskommission, wurde vom Bundesrat beauftragt, den Übernahmekodex vom 1. September 1989, welcher ausschliesslich Verhaltensvorschriften im Sinne einer Selbstregulierung enthielt, in ein Gesetz zu überführen. Der daraufhin in die Vernehmlassung geschickte Vorentwurf der Expertengruppe, der sich stark am City Code on Takeovers and Mergers und der Praxis des Londoner Marktes orientierte, sah eine Angebotspflicht und eine Mindestpreisregelung vor, mit einer Haupt- und zwei Nebenvarianten. Alle drei 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, wobei sie sich bezüglich des massgeblichen Zeitraums unterschieden.¹¹

Die Einführung der Angebotspflicht war heftig umstritten.¹² Im Wesentlichen wurde bemängelt, die Angebotspflicht sei undifferenziert, trage den besonderen Anliegen der in der Schweiz zahlreichen Familiengesellschaften zu wenig Rechnung und stelle einen übermässigen Eingriff in die Eigentums- und Vertragsfreiheit dar.¹³ Einig war man sich darin, dass im Fall der Einführung einer Angebotspflicht zwin-

gend auch ein Mindestpreis vorzuschreiben sei.¹⁴ 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.¹⁵

In der parlamentarischen Beratung wurde die Angebotspflicht schliesslich erheblich relativiert, indem die Möglichkeiten des Opting-Out (Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG) und des Opting-Up (Art. 32 Abs. 1 BEHG) sowie ein System von Ausnahmen (Art. 32 Abs. 2 und 3 BEHG) geschaffen wurden. Die heutige Regelung ist damit das Ergebnis eines politischen Kompromisses.

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, da er die Unternehmung aufgrund dieser Konzentration stärker beaufsichtigen und allenfalls korrigierend eingreifen müsse, wenn sich unternehmerische Fehlentscheide anbahnen würden. Vor diesem Hintergrund könne die Kontrollprämie als Entschädigung für das vom

¹¹ Drei oder zwölf Monate vor Überschreiten von 33⅓% der Stimmrechte; vgl. *Marco Gruber*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Zürich 1996, 97.

¹² Vgl. dazu *Hans Caspar von der Crone*, Angebotspflicht, SZW-Sondernummer 1997, 44, Fn. 1; *Robert Bernet*, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Bern 1998, 62 ff.; *Gruber* (Fn. 11); *Daeniker* (Fn. 6), 110 f.; *Hofstetter/Schilter-Heuberger* (Fn. 1), Rz. 3 zu Art. 32.

¹³ Vgl. *Bernet* (Fn. 12), 64 f.

¹⁴ Gemäss Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369 ff., 1418, war der Mindestpreis die Kernbestimmung des Pflichtangebots, da nur dies den Schutz der Minderheitsaktionäre vor einem offensichtlich unteretzten Preis und damit vor einem unfaireren öffentlichen Angebot gewährleiste. Dabei sei der «mit dieser Bestimmung verbundene[n] Eingriff in die freie Preisbildung ... für eine effiziente Durchführung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote ... absolut notwendig». Ebenso wies die Expertengruppe darauf hin, dass die Angebotspflicht wirtschaftlich sinnlos wäre, 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.).

¹⁵ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Fn. 14), 1418; zustimmend *Bernet* (Fn. 12), 80; *Gruber* (Fn. 11), 63, 98; *Christian Köppli*, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, 236 f.; *Heinz Schärer/Stefan Waller*, Vorerwerb und Pflichtangebot, in: *Rudolf Tschäni* (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions X*, Zürich 2007, 75 f. und 80.

Grossaktionär zuvor getragene Zusatzrisiko und die mit der Beaufsichtigung der Gesellschaft verbundenen Kosten angesehen werden.¹⁶

Im Weiteren 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. Die Kontrollprämie könne als Entschädigung für die Einräumung dieser nur schwer quantifizierbaren Garantien und Gewährleistungen verstanden werden.¹⁷

II. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes vom 31. August 2011

Am 31. August 2011 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch).¹⁸ Mit der Revision sollen zum einen Normen geschaffen werden, die marktmissbräuchliches Verhalten effizient bekämpfen. Zum anderen werden im Bereich des Übernahmerechts verfahrensrechtliche Probleme gelöst und die Abschaffung der Kontrollprämie vorgeschlagen.

Im Vorfeld der Revision führte der Bundesrat vom 13. Januar 2010 bis zum 30. April 2010 eine Vernehmlassung über die Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) durch, welche die Übernahmekommission zum Anlass nahm, zwei

Vorschläge für eine Anpassung von Art. 32 Abs. 4 BEHG zu unterbreiten. Der Hauptvorschlag sah 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, was eine Abschaffung der Kontrollprämie bedeutet. Gemäss einer Variante hierzu sollte die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie zwar nicht vollständig abgeschafft, aber auf den vorausgegangenen Erwerb einer echten Kontrollbeteiligung beschränkt werden. Als Kontrollbeteiligung sollte dabei eine Beteiligung von mindestens 33⅓% der Stimmrechte gelten, in Anlehnung an Art. 32 Abs. 1 BEHG. Gemäss beiden Revisionsvorschlägen sollte dabei weiterhin die Möglichkeit bestehen bleiben, ein Opting-Out oder Opting-Up einzuführen.

Zu den beiden erwähnten Revisionsvorschlägen der Übernahmekommission führte das Eidg. Finanzdepartement vom 25. Januar 2011 bis 24. Februar 2011 ein Anhörungsverfahren durch. Die Mehrzahl der Anhörungssteilnehmer sprach sich für den Hauptvorschlag, also für eine Abschaffung der Kontrollprämie aus. Sie schlossen sich im Wesentlichen der Argumentation der Übernahmekommission an, wonach die Kontrollprämie gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre verstosse und im europäischen Umfeld singulär sei, was Wettbewerbsnachteile zur Folge haben könne. Einige Anhörungssteilnehmer befürworteten die Variante der Beschränkung der Kontrollprämie auf echte Kontrollbeteiligungen, da eine solche Kompromisslösung dem Willen des historischen Gesetzgebers besser entspreche und die Vertragsfreiheit weniger stark einschränke als die völlige Abschaffung der Kontrollprämie. Schliesslich sprachen sich auch mehrere Anhörungssteilnehmer – darunter *economiesuisse* und *SwissHoldings* – für die Beibehaltung des Status quo aus, da die Möglichkeit der Kontrolle einen ökonomischen Wert repräsentiere, der im Rahmen eines Kontrollerwerbs zu bezahlen sei. Die Abschaffung der Kontrollprämie sei ein nicht gerechtfertigter Eingriff in die Vertragsfreiheit. Zudem würde die Abschaffung der Kontrollprämie öffentliche Übernahmen verteuern oder verhindern. Ferner wurde geltend gemacht, die Abschaffung der Kontrollprämie würde dazu führen, dass noch mehr Gesellschaften die Angebotspflicht statutarisch mittels Einführung eines Opting-Out wegbedingen würden.

¹⁶ Gruber (Fn. 11), 106; Stephan Frei, *Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz*, 2. Aufl., Bern 1997, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen Bd. 214, 128.

¹⁷ Tschäni/Iffland/Diem (Fn. 4), Rz. 100; Frei (Fn. 16), 128. Zwar sieht Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA 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 die Bewertung solcher Nebenleistungen jedoch schwierig ist, erweist sich diese Bestimmung als wenig praktikabel, vgl. hierzu: Jacques Iffland, *Acquisition de sociétés de famille cotées en bourse*, in: Pierre Marty (éd.), *Fusions et acquisitions: questions actuelles*, Lausanne 2009, 9 und Fn. 34. Die Möglichkeit, eine Kontrollprämie zu bezahlen, machte es in der Vergangenheit oftmals unnötig, sich auf Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA zu berufen und eine entsprechende Bewertung vorzunehmen.

¹⁸ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873, Feuille fédérale 2011 6369.

Gemäss Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes soll Absatz 4 vom Artikel 32 BEHG wie folgt geändert werden:¹⁹

«Der Preis des Angebots muss mindestens gleich hoch sein wie der höhere der folgenden Beträge:

- a) der Börsenkurs;
- b) der höchste Preis, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.»

Gemäss Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes verstösst die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre.²⁰ 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 würden. Dadurch erhielten die Publikumsaktionäre letztlich nur einen unbefriedigend tiefen Preis, was dem Sinn und Zweck der Angebotspflicht zuwiderlaufe. Ausserdem seien die Preisverhandlungen intransparent, wodurch der Marktmechanismus teilweise ausser Kraft gesetzt werde. EU-Mitgliedstaaten dürften gemäss Art. 5 Abs. 4 der europäischen Übernahmerrichtlinie²¹ im nationalen Recht ebenfalls keine Kontrollprämie vorsehen. Auch eine Vielzahl anderer Finanzplätze, in denen eine Angebotspflicht bestehe, kenne keine Kontrollprämie, so etwa China, Russland sowie in den USA die Staaten Pennsylvania und Maine. Die Divergenz zu den genannten Rechtsordnungen stosse bei ausländischen Investoren auf Unverständnis, was sich negativ auf deren Investitionsverhalten und damit auf den Zufluss von Liquidität auswirke, wodurch der schweizerische Finanzplatz einen Standortnachteil erleide. Zudem sei unbefriedigend, dass die Kontrollprämie auch dann bezahlt werden könne, wenn die erworbenen Aktien keine Kontrolle verschaffen würden, etwa um bestimmte wichtige Aktionäre auf die Seite des Anbieters zu ziehen.

Das ursprüngliche Argument des Gesetzgebers, die Möglichkeit der Kontrolle repräsentiere einen ökonomischen Wert, der im Rahmen einer Prämie bezahlt werden müsse, habe nicht nur gegenüber der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz, sondern auch gegenüber dem Gleichbehandlungsprinzip in den Hintergrund zu treten.²² Die Gleichbehandlung sei ein zentrales Anliegen des Börsengesetzes und erhöhe den Mittelzufluss im Kapitalmarkt, da der durchschnittliche Anleger aufgrund des Gleichbehandlungsgrundsatzes eine höhere Renditeerwartung haben könne. Ausserdem sei zu beachten, dass ein Grossaktionär die Kotierung der Gesellschaft entweder selber angestrebt oder seine grosse Beteiligung später am Markt erworben habe. In beiden Fällen habe er die Vorteile des Marktes genutzt und müsse deshalb auch die mit dem Markt verbundene Gleichbehandlung der Aktionäre akzeptieren. Die blosser Einschränkung der Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie auf Kontrollbeteiligungen würde dagegen der Bedeutung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz und des Gleichbehandlungsgrundsatzes zu wenig Rechnung tragen. An der Abschaffung der Kontrollprämie bestehe damit ein überwiegendes öffentliches Interesse und sie sei verhältnismässig. Die Änderung stelle damit keinen unzulässigen Eingriff in die Vertragsfreiheit dar. Es sei auch nicht damit zu rechnen, dass aufgrund der Abschaffung der Kontrollprämie gewisse Angebote nicht mehr lanciert oder sich Übernahmeangebote verteuern würden. Vielmehr werde 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. Aufgrund der geografischen Nähe dürften für an der Schweizer Börse kotierte Unternehmen vor allem europäische Börsenplätze wie London oder Frankfurt Alternativen darstellen. Da die EU jedoch keine Kontrollprämie kenne, werde die Änderung zudem nicht dazu führen, dass sich Unternehmen nicht mehr in der Schweiz kotieren lassen würden. Da nebst der EU auch eine Vielzahl anderer Finanzplätze die Bezahlung einer Kontrollprämie verbiete, sei ferner auch nicht davon auszugehen, dass Investoren zukünftig nicht mehr in Unternehmen investieren würden, die

¹⁹ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) (Entwurf), BBl 2011 6915, 6916.

²⁰ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Fn. 18), 6883.

²¹ Am 20. Mai 2004 in Kraft getretene Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote.

²² Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Fn. 18), 6890.

an einer Schweizer Börse kotiert seien. Die Änderung führe damit nicht zu einem Wettbewerbsnachteil für die Schweizer Börse.

Schliesslich verlange die vorgeschlagene Änderung nicht nach einer Einschränkung der Möglichkeit, die Anwendbarkeit der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote statutarisch auszuschliessen (Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG). Wie die Erfahrung zeige, werde ein Opting-Out allgemein als Widerspruch zum Minderheitsschutz und zu einer guten Corporate Governance betrachtet, was negative Auswirkungen auf den Börsenkurs haben könne. Für Minderheitsaktionäre problematisch sei ohnehin nur das nachträgliche Opting-Out. Dessen Einführung allein mit dem Zweck, einen konkreten Anbieter von der Angebotspflicht und damit dem Verbot der Bezahlung einer Kontrollprämie zu befreien, wäre selektiv und würde von der Übernahmekommission nach ihrer bereits heute bestehenden Praxis nicht toleriert.

Der vorgeschlagene neue Art. 32 Abs. 4 BEHG stelle auf den Preis ab, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt habe. Eine kürzere Frist würde dem börsenrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz zu wenig Rechnung tragen. Ausserdem orientiere sich die Frist an der Regelung Grossbritanniens, dessen Übernehmordnung eine über 40-jährige Geschichte aufweise und die der Schweiz und der EU Vorbild gewesen sei. Die Referenzgrösse Börsenkurs werde beibehalten. Ohne die Preisuntergrenze des Börsenkurses wäre es möglich, den Angebotsempfängern bei steigenden Kursen einen Angebotspreis unter dem Börsenkurs anzubieten, sofern der vorausgegangene Erwerb zu einem tieferen Preis als der Börsenkurs erfolgt sei. Ein solches Angebot wäre für die Aktionäre wirtschaftlich uninteressant und würde es dem Angebotspflichtigen erlauben, seine Pflicht zu unterlaufen.

III. Kontrollprämie und Angebotspreis

Die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie von bis 33⅓% hat die Planung und Struktur von öffentlichen Kaufangeboten in der Schweiz stark beeinflusst. Es lässt sich beobachten, dass Übernahmen häufig durch den vorausgegangenen Erwerb einer Mehrheitsposition abgesichert werden. Das anschliessend lancierte Angebot dient nur noch der

Übernahme von Restpositionen, bei der den Publikumsaktionären bloss ein tiefer Preis offeriert wird. Es steht mit anderen Worten oftmals der vorausgegangene Erwerb eines (oder mehrerer) Aktienpakete im Zentrum der Übernahmestrategie. Entsprechend konzentrieren sich die Grossaktionäre der Zielgesellschaft – und damit häufig auch der von ihnen beherrschte Verwaltungsrat – weniger auf die Preisverhandlung für das öffentliche Übernahmeangebot als auf den Preis, den sie für ihre eigene Beteiligung erhalten können.²³

Die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie hat demnach im Wesentlichen drei Auswirkungen:

- Kontrollprämien erleichtern öffentliche Übernahmeangebote durch einen vorausgegangenen Erwerb eines (Kontroll-)Aktienpakets.
- Der Verkäufer eines bedeutenden Aktienpakets und oft auch der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft fokussieren auf den Verkauf dieses Aktienpakets.
- Der Entscheid über den Erfolg des öffentlichen Kaufangebots verlagert sich von den Publikumsaktionären auf die bedeutenden (kontrollierenden oder nicht kontrollierenden) Aktionäre.

Das Sekretariat der Übernahmekommission hat für den Zeitraum von 1998 bis 2010 untersucht, wie hoch bei Barangeboten die Angebotsprämien (Prämie des Angebotspreises im Vergleich zum Börsenkurs)²⁴ und die Kontrollprämien (Prämie des vorausgegangenen Erwerbs im Vergleich zum Angebotspreis) waren.²⁵

²³ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Fn. 18), 6883; *Daeniker* (Fn. 6), 115; *Urs Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 201 f.; *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 7 Rz. 242a, welcher die Möglichkeit eines Kontrollzuschlags aus heutiger Sicht in den meisten Fällen für stossend hält.

²⁴ Seit dem 1. Juli 2007 entspricht der Börsenkurs dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots beziehungsweise der Voranmeldung (VWAP-60; vgl. Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA). Zuvor galt gemäss Art. 37 Abs. 2 der BEHV-EBK in der Fassung vom 25. Juni 1997 ein Durchschnitt der während der letzten 30 Börsentage vor der Veröffentlichung des Angebots an einer Schweizer Börse ermittelten Eröffnungskurse.

²⁵ Vgl. auch die Untersuchung von *Valentin Jentsch*, Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung, GesKR 2010, 379 ff., der be-

Auswertung Barangebote 1998–17.9.2010	
Anzahl Barangebote	93
davon Mindestpreis nicht anwendbar	24
<i>Angebotsprämie</i> (Differenz zwischen Angebotspreis und Börsenkurs)	
Anzahl Barangebote, wo eine Angebotsprämie bezahlt wurde	88
Durchschnitt-Prämienhöhe	24,09%
Median Prämienhöhe	13,58%
<i>Kontrollprämie</i> (Differenz zwischen Preis des vorausgegangenen Erwerbs und Angebotspreis)	
Anzahl Barangebote, wo eine Kontrollprämie bezahlt wurde	33
Durchschnitt-Prämienhöhe	19,68%
Median Prämienhöhe	21,64%

Gemäss dieser Untersuchung betrug die Kontrollprämie im Durchschnitt 19,68% (Median: 21,64%) und die Angebotsprämie im Durchschnitt 24,09% (Median: 13,58%). Allerdings ist zu berücksichtigen, dass bei den vorausgegangenen Erwerbsgeschäften auch Käufe über die Börse erfasst wurden, für welche aus ex-post-Betrachtung eine Prämie resultiert, die jedoch lediglich auf einen gesunkenen Börsenkurs zurückzuführen ist. Ein Zusammenhang zwischen der Grösse der erworbenen Pakete und der hierfür bezahlten Prämien liess sich nicht feststellen.

Die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie führt tendenziell dazu, dass der kontrollierende Aktionär einen höheren, die Publikumsaktionäre dagegen einen tieferen Preis erhalten.²⁶ Dies legt den

züglich der Angebotsprämien zu einem ähnlichen Ergebnis kommt.

²⁶ Diese Beobachtung wird durch die Untersuchung von *Jentsch* (Fn. 25), 369 ff. bestätigt: Bei öffentlichen Übernahmeangeboten mit vorausgegangenem Erwerb lag die Angebotsprämie bei durchschnittlich 16,7% über dem Börsenkurs (Median: 5,5%). Ohne vorgängigen Kontrollenerwerb lag die Angebotsprämie bei durchschnittlich 20,6% über dem Börsenkurs (Median: 15%). Anm.: Die im Vergleich zur Untersuchung der Übernahmekommission geringfügig abweichenden Zahlen erklären sich zum einen mit dem nicht identischen Beobachtungszeitraum sowie mit der geringfügig abweichenden Methodologie von *Jentsch*, welcher seine Untersuchung um Ausreisser berei-

Schluss nahe, dass ein Anbieter grundsätzlich bereit ist, für eine kotierte Gesellschaft einen bestimmten Gesamtkaufpreis zu bezahlen. Wird aus diesem Gesamtkaufpreis eine Kontrollprämie bezahlt, erfolgt dies zulasten des Preises des öffentlichen Kaufangebots. Bei einer Abschaffung der Kontrollprämie 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.²⁷ Kontrollierende Grossaktionäre, die ihr Aktienpaket verkaufen wollen, werden damit automatisch (auch) zugunsten der Publikumsaktionäre verhandeln.

Nach dem Gesagten ist auch nicht anzunehmen, dass die Abschaffung der Kontrollprämie zu weniger öffentlichen Kaufangeboten führt. Der Gesamtpreis für eine Transaktion wird durch die Abschaffung nicht erhöht. Es verändert sich nur (aber immerhin) die Aufteilung des Gesamtpreises unter die Aktionäre: Während die aktuelle Regelung eine unterschiedliche Behandlung von kontrollierenden und von Publikumsaktionären über die Bezahlung einer Kontrollprämie erlaubt, wird die neue Regelung dazu führen, dass den Publikumsaktionären ein im Vergleich zu heute höherer Preis bezahlt wird (der allerdings nicht so hoch sein wird wie frühere Prämien für Kontrollpakete).

IV. Sinkende Akzeptanz der Kontrollprämie am schweizerischen Finanzmarkt

Die (preisliche) Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft gehört zu den wichtigsten Pflichten des Anbieters (Art. 24 Abs. 2 BEHG). Alle Aktionäre der Zielgesellschaft sollen ihre Aktien zum gleichen Preis andienen können. Die Möglichkeit, im Rahmen eines vorausgegangenen Erwerbs einen

nigte. Vgl. auch *Daeniker* (Fn. 6), 115; *Iffland* (Fn. 17), 4; *Jentsch* (Fn. 25), 375, welche ebenfalls feststellen, dass bei Pflichtangeboten tendenziell tiefere Prämien auf den Börsenkurs bezahlt werden als bei freiwilligen Angeboten. Dies erkläre sich zum einen damit, dass die Anbieter bei Pflichtangeboten in der Regel nicht am Zustandekommen des Angebots interessiert seien, und zum anderen damit, dass bei Pflichtangeboten die Prämie mehrheitlich für einen vorausgegangenen Erwerb bezahlt werde.

²⁷ *Schenker* (Fn. 23), 32; *Daeniker* (Fn. 6), 115.

höheren Preis zu bezahlen, bedeutet eine Durchbrechung dieses Gleichbehandlungsprinzips.²⁸

Mit einer Abschaffung der Kontrollprämie würde die (preisliche) Gleichbehandlung der Aktionäre sichergestellt, allerdings zulasten der Vertragsfreiheit. Diese Einschränkung der Vertragsfreiheit kann jedoch hingenommen werden: Wer sich an den Kapitalmarkt und dessen Teilnehmer wendet, indem er sich kotieren lässt, kann nicht zugleich die Privilegien einer nicht kotierten Gesellschaft in Anspruch nehmen. Am Kapitalmarkt kommt der Gleichbehandlung eine ausserordentliche Bedeutung zu. Dies geht aus Art. 1 BEHG hervor, 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.²⁹

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die durch die Kontrollprämie erlaubte Ungleichbehandlung von Aktionären im Finanzmarkt immer weniger Akzeptanz findet: Ein illustratives Beispiel hierfür ist die Übernahme von Quadrant durch Aquamit.³⁰ Vier Verwaltungsräte von Quadrant beteiligten sich zu 50% an der neu gegründeten Aquamit, der späteren Anbieterin, wobei sie ihre eigenen Quadrant-Aktien teilweise als Sacheinlage in Aquamit einbrachten und teilweise an Aquamit verkauften. Sie erhielten dafür einen Preis von CHF 114.50 pro Quadrant-Aktie, was im Vergleich zum späteren Angebotspreis einer Prämie in der Höhe von 33,14%

entsprach. Einigen anderen Grossaktionären von Quadrant wurde für ihre Aktienpakete im Vorfeld des Angebots ein Preis von CHF 104.50 pro Quadrant-Aktie und damit ebenfalls noch eine (wenn auch geringere) Prämie bezahlt. Quadrant selbst verkaufte die eigenen Quadrant-Aktien zu einem Preis von CHF 86 pro Quadrant-Aktie und erhielt damit keine Prämie, da der Angebotspreis schliesslich diesem Preis entsprach. Diese preisliche Ungleichbehandlung der verschiedenen Aktionäre stiess in der Presse auf Unverständnis³¹ und war sogar Anlass für eine parlamentarische Interpellation.³² Als stossend wurde unter anderem empfunden, dass die vier Verwaltungsräte für ihre eigenen Quadrant-Aktien die (nahezu) maximale zulässige Kontrollprämie erhielten, obwohl diese Aktien gar keine Kontrolle verschafften, wogegen die Zielgesellschaft, deren Verwaltungsräte sie waren, sowie die Publikumsaktionäre nur den tieferen Angebotspreis erhielten.

Von der sinkenden Akzeptanz der Kontrollprämie zeugen auch die negativen Reaktionen von Investoren anlässlich zweier Transaktionen der jüngeren Vergangenheit – die Fusion von Novartis mit Alcon³³,

²⁸ Vgl. hierzu Empfehlung I vom 22. August 2007 in Sachen *Unilabs S.A.*, Erw. 2.3: «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 [Kontroll-]Prämie steht vor diesem Hintergrund im Widerspruch zum Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger: [...] Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 38 Abs. 1 BEHV-EBK sind daher als Ausnahme vom Gleichbehandlungsgrundsatz entsprechend restriktiv auszulegen.»

²⁹ Vgl. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Fn. 18), 6890.

³⁰ Vgl. zu dieser Transaktion: Verfügung 410/1 der UEK vom 29. Mai 2009 in Sachen *Quadrant AG*; Verfügung 410/2 vom 16. Juni 2009 in Sachen *Quadrant AG*; Verfügung der FINMA vom 8. Juli 2009 und Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 (B-5272/2009).

³¹ Vgl. die folgenden Schlagzeilen: «Quadrant-Deal reizt Gesetz aus», *Finanz und Wirtschaft* vom 11. Juli 2009; «Quadrant prouve encore que la loi ne protège guère les minoritaires», *L'AGEFI* vom 28. August 2009; «Quadrant-Akquisition stösst bei Publikumsaktionären auf Widerstand», *Neue Zürcher Zeitung* vom 9. Juli 2009; «Monumentale Mauschelei», *Weltwoche* vom 14. Juli 2011; vgl. zur Transaktion Quadrant auch *Lorenzo Olgiati/Nadin Schwibs*, Parteistellung und Urteilswirkung im übernahmeherechlichen Beschwerdeverfahren, Besprechung des Urteils B-5272/2009 des schweizerischen Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant*, *GesKR* 2011, 252; *Dieter Gericke/Eric Sibbern*, Qualifizierte Aktionäre und Preisregeln, Klärung und neue Probleme, Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-5272/2009 vom 30. November 2010 i.S. *Sarasin Investmentfonds AG* (Beschwerdeführerin) gegen *Quadrant AG* und *Aquamit B.V.* (Beschwerdegegnerinnen), *SZW* 2011, 321; *Luc Thévenoz*, La participation des actionnaires qualifiés aux procédures en matière d'offres publiques d'acquisition, in: *Journée 2009 de droit bancaire et financier*, Zurich 2010, 155.

³² Interpellation 09.3667, eingereicht am 12. Juni 2009 durch Nationalrat *Hans Kaufmann*: «Mangelhafte Finanzmarktaufsicht oder fehlerhafte Gesetzgebung?».

³³ Novartis und Nestlé vereinbarten im April 2008 die zwei-stufige Übertragung der 77%-Beteiligung an Alcon von Nestlé auf Novartis. Im Juli 2008 übernahm Novartis zunächst 25% und erwarb im zweiten Schritt 52%. Als durchschnittlichen Preis bezahlte Novartis USD 168 pro Alcon-Aktie. Anschliessend bot Novartis den Aktionären von Alcon im Rahmen einer Fusion für jede Alcon-Aktie

das öffentliche Kaufangebot von MMA Vie auf Harwanne³⁴ – sowie die Stellungnahmen der Teilnehmer anlässlich des Anhörungsverfahrens des Eidg. Finanzdepartements, welche sich mehrheitlich für eine Abschaffung der Kontrollprämie aussprachen (vgl. vorne Ziff. II).³⁵

V. Kontrollprämie als Standortnachteil

Die Übernahmekommission bzw. deren Sekretariat wird immer wieder mit Anfragen konfrontiert, aus denen hervorgeht, dass ausländische Investoren kein Verständnis dafür haben, dass das schweizerische Übernahmerecht eine Kontrollprämie zulässt. Dies erklärt sich damit, dass die schweizerische Regelung im europäischen Vergleich ein Unikum darstellt.³⁶ Gemäss Art. 5 Abs. 4 der EU-Übernahme-

angebots-Richtlinie³⁷ hat der Anbieter sein Angebot grundsätzlich 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.³⁸

Im Vereinigten Königreich kennt der City Code on Takeovers and Mergers, welcher dem schweizerischen Übernahmerecht als Vorbild diente, bereits seit 1968 eine Angebotspflicht. Der Takeover Code verbot schon vor Inkrafttreten der EU-Übernahmeangebots-Richtlinie die Bezahlung von Kontrollprämien. Für Pflichtangebote³⁹ 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 der letzten 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots bezahlte.⁴⁰ Auch bei freiwilligen Angeboten ist eine Kontrollprämie ausgeschlossen. Bei solchen muss der Angebotspreis mindestens dem höchsten der folgenden drei Werte entsprechen: (a) höchster Preis, welcher in den 3 Monaten vor Beginn der

2,5 Novartis-Aktien, was am Tag der Ankündigung einem Wert von USD 156 pro Alcon-Aktie entsprach. Dieser Wert reduzierte sich allerdings später infolge des sinkenden Börsenkurses der Novartis-Aktie erheblich. Es kam zu heftigen Debatten in der Öffentlichkeit und harschen Reaktionen der unabhängigen Verwalter von Alcon, worauf Novartis die Entschädigung schliesslich auf USD 168 pro Alcon-Aktie erhöhte (Novartis-Aktien plus Barausgleich), um die Fusion zu realisieren.

³⁴ MMA Vie erwarb von drei Aktionären von Harwanne 42% des Kapitals zu einem Preis von CHF 3.45 pro Aktie. Anschliessend lancierte sie ein Pflichtangebot zu einem Preis von CHF 2.60 pro Aktie. Zwei im Sinne des BEHG qualifizierte Aktionäre von Harwanne (Amber Master Fund SPC mit 10,6% und Serdac SA mit 6,6%) bestritten die Rechtmässigkeit dieses Angebots, was zu mehreren Entscheidungen der UEK und der FINMA führte. Noch bevor das Bundesverwaltungsgericht über eine Beschwerde entschied, bot MMA Vie sämtlichen Aktionären die im vorausgegangenen Erwerb bezahlte Kontrollprämie (CHF 0,85 bzw. 32,7%) indem der Angebotspreis entsprechend erhöht wurde. Vgl. zu dieser Transaktion auch: *Flavio Romero/Frank Gerhard*, Harwanne – Erster Testfall für die neue Verfahrensordnung im Übernahmerecht, GesKR 2009, 1; «Widerstand gegen die Harwanne-Übernahme», Neue Zürcher Zeitung vom 12. März 2009; «L'offre sur Harwanne commence à courir», L'AGEFI vom 4. Juni 2009. Vgl. auch: <http://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0403>.

³⁵ Vgl. auch Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Fn. 18), 6894.

³⁶ Ausserhalb Europas lassen einige wichtige Märkte Kontrollprämien in der einen oder andern Form zu, wie teilweise die USA, Japan, Brasilien oder Indien; vgl. *Daeniker* (Fn. 6), 137.

³⁷ Vgl. Fn. 21.

³⁸ Die EU-Übernahmeangebots-Richtlinie (Fn. 21) 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 (*Peter Huber*, Kommentar Übernahmegezet, 1. Aufl., Juli 2007, § 26, S. 363 ff.); zur Rechtslage vor dem Inkrafttreten der EU-Übernahmeangebots-Richtlinie vgl. EuGH vom 15. Oktober 2009 (C-101/08): «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.»

³⁹ Gemäss Rule 9.1 des Takeover Code entsteht eine Angebotspflicht, wenn jemand 30% der Stimmrechte erwirbt oder zwischen 30% und 50% der Stimmrechte hält und den Prozentsatz seiner Stimmrechte erhöht.

⁴⁰ Rule 9.5 (a) des 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 [...]»

Offer Period⁴¹ bezahlt wurde;⁴² (b) höchster Preis, welcher während der Offer Period bis zum Rule 2.5 Announcement (Firm Announcement) bezahlt wurde;⁴³ (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 der ausübenden Stimmrechte einer Kategorie gekauft haben.⁴⁴

Der schweizerische Kapitalmarkt erscheint vor diesem Hintergrund als Sonderfall im Vergleich zum europäischen Umfeld. Nicht nur erlaubt es das schweizerische Börsenrecht, die Angebotspflicht statutarisch aufzuheben (Opting-Out), auch nach erfolgter Kotierung.⁴⁵ Darüber hinaus wird auch die preisliche Bevorzugung von kontrollierenden Aktionären mittels Bezahlung einer Prämie im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs zugelassen. Zumindest Letzteres dürfte die Attraktivität des schweizerischen Kapitalmarktes beeinträchtigen.

⁴¹ Die «offer period» beginnt mit der Ankündigung eines möglichen Angebots («announcement of a possible offer», Rule 2.4 des Takeover Code) und bewirkt, dass die Zielgesellschaft in ihrer Handlungsfähigkeit betreffend Abwehrmassnahmen eingeschränkt wird.

⁴² Rule 6 (a) Takeover Code. Das «firm announcement» (Rule 2.5 Takeover Code) kann mit der Voranmeldung des schweizerischen Übernahmerechts verglichen werden und bindet den Anbieter.

⁴³ Rule 6 (b) Takeover Code.

⁴⁴ Rule 11 (a) Takeover Code.

⁴⁵ Vgl. zur jüngsten Entwicklung der Praxis der UEK zum Opting-Out die Verfügung 490/1 vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*. Gemäss diesem Entscheid wird die UEK die Gültigkeit eines Opting-Out künftig nur dann überprüfen, wenn die Informationen, welche anlässlich der Einführung an der Generalversammlung abgegeben wurden, unvollständig oder irreführend waren. Grundsätzlich ist es Sache der Aktionäre, mit Mehrheitsbeschluss über die Einführung eines (nachträglichen) Opting-Out (oder Opting-Up) zu entscheiden. Dabei hat jeder Aktionär sowie der Verwaltungsrat die Möglichkeit, den betreffenden Beschluss innert zwei Monaten vor dem Zivilrichter anzufechten (Art. 706 OR). Die frühere Praxis der UEK barg dagegen das Risiko, dass ein Opting-Out innerhalb von fünf Jahren nach der Einführung von der UEK für ungültig erklärt werden konnte, was für alle Parteien eine erhebliche Rechtsunsicherheit zur Folge hatte. Sie verdoppelte zudem den Rechtsschutz in fragwürdiger Weise, indem der Überprüfungsbefugnis des Zivilrichters diejenige der UEK hinzugefügt wurde, ohne dass dabei die gesellschaftsrechtliche Anfechtungsfrist von zwei Monaten eingehalten werden musste.

VI. Veränderte Aktionariatsstruktur von Gesellschaften mit Kotierung in der Schweiz

Die Zulässigkeit der Kontrollprämie wird unter anderem mit der weiten Verbreitung von Familiengesellschaften in der schweizerischen Unternehmerlandschaft gerechtfertigt.⁴⁶ Es scheint daher sinnvoll, die diesbezügliche Entwicklung zu betrachten.

1996 untersuchte die Bank Julius Bär die Besitzverhältnisse von schweizerischen Aktien bei 112 der in der Schweiz kotierten Publikumsgesellschaften.⁴⁷ Damals wurden 41,1% (d.h. 46 von 112 Gesellschaften) von Einzelaktionären mit über 50% der Stimmrechte beherrscht.

Eine neuere Untersuchung des Sekretariats der Übernahmekommission ergab, dass Ende 2008 noch 22,6%, bzw. in absoluten Zahlen 57 von 252 untersuchten Gesellschaften, von Einzelaktionären mit über 50% beherrscht wurden. Auch die Anzahl Gesellschaften, die von einem Einzelaktionär mit mehr als 33⅓% beherrscht wurden, hatte zwischen 1996 (58,9%) und 2008 (36,5%) abgenommen. Zudem liess sich eine Abnahme von Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien feststellen: Während 1996 37 von 112 Gesellschaften über Stimmrechtsaktien verfügten, waren es 2008 nur noch 12 von 252.

Es zeigt sich, dass sowohl die Anzahl Gesellschaften mit beherrschenden Aktionären als auch solcher mit Stimmrechtsaktien prozentual abgenommen hat. Beides sind Elemente, die typischerweise mit Familiengesellschaften in Verbindung gebracht werden. Dies erlaubt die Schlussfolgerung, dass die Anzahl der in der Schweiz kotierten Familiengesellschaften jedenfalls nicht zugenommen, wahrscheinlich aber abgenommen hat. Das Argument, wonach die Kontrollprämie wegen der besonderen Bedeutung von Familiengesellschaften in der Schweiz gerechtfertigt sei, hat damit an Gewicht verloren.

⁴⁶ Vgl. *Bernet* (Fn. 12), 64.

⁴⁷ Bank Julius Bär, Besitzverhältnisse von Schweizer Aktien, in: Marktübersicht Schweiz, Swiss Research, September 1996, 22–34.

	1996 ⁴⁸		2008 ⁴⁹	
	Anzahl	Verhältnis	Anzahl	Verhältnis
Untersuchte Gesellschaften	112	100%	252	100%
Anzahl Gesellschaften mit mindestens einem Aktionär mit mehr als 10% der Stimmrechte	103	91,9%	180	71,4%
Anzahl Gesellschaften mit mindestens einem Aktionär mit mehr als 33⅓% der Stimmrechte	66	58,9%	92	36,5%
– davon Gesellschaften mit nur einem solchen Aktionär	64	57,1%	91	36,1%
– davon Gesellschaften mit zwei solchen Aktionären	2 ⁵⁰	1,8%	1 ⁵¹	0,4%
Anzahl Gesellschaften mit einem Aktionär mit mehr als 10% der Stimmrechte	46	41,1%	57	22,6%
Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien	37		12 ⁵²	

VII. Gleichbehandlungsgebot als zentraler Grundsatz des Übernahmerechts

Ursprünglich argumentierte der Gesetzgeber, die Möglichkeit der Kontrolle repräsentiere einen ökonomischen Wert, der mit einer Prämie zu bezahlen sei.⁵³ Richtig daran war und ist, dass eine Kontrollbeteiligung wirtschaftlich einen höheren Wert darstellt als einzelne Beteiligungen.⁵⁴ Damit ist allerdings bloss

erklärt, weshalb de facto für Kontrollpakete ein höherer Preis bezahlt wird als für einzelne Beteiligungen. Die Frage, ob dies angesichts des Postulats der Gleichbehandlung zulässig sein *soll*, lässt sich damit nicht beantworten. Die Situation ist insoweit mit derjenigen während oder nach der Angebotsphase vergleichbar, wenn die Best Price Rule gilt. Auch hier könnte es ökonomisch gerechtfertigt sein, für bestimmte Aktien, welche z.B. zum Erreichen einer bestimmten Angebots- oder Squeeze-Out-Schwelle noch benötigt werden, einen höheren als den Angebotspreis zu bezahlen. Die Best Price Rule lässt dies jedoch nicht zu, weil sich der Gesetzgeber in diesem Fall zugunsten der Gleichbehandlung (und gegen die Vertragsfreiheit) entschied.

Die Realisierung des (Kontroll-)Mehrwertes anlässlich einer Transaktion ist auch aus einem weiteren Grund problematisch: Ein beherrschender Aktionär profitiert oftmals schon während seiner Beherrschung, z.B. wenn er seine Investition bei einem Going Public teilweise verwertet. Er kann zudem von sog. Private Benefits of Control profitieren,⁵⁵ welche allerdings teilweise von Private Costs⁵⁶ vermindert

⁴⁸ Quelle der Daten: Bank Julius Bär (Fn. 47), 22 ff.

⁴⁹ Die Daten wurden dem Sekretariat von der Offenlegungsstelle im September 2010 übermittelt. Es kann nicht garantiert werden, dass sie fehlerfrei sind.

⁵⁰ 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 (40,5% des Aktienkapitals) an Kühne & Nagel International AG und Viag hielt 33,36% der Stimmrechte (23,86% des Aktienkapitals) an Kühne & Nagel International AG.

⁵¹ 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.

⁵² Dabei handelt es sich ausschliesslich um Gesellschaften, die bereits 1996 über Stimmrechtsaktien verfügten.

⁵³ Vgl. vorne Ziff. I.2.

⁵⁴ Vgl. Böckli (Fn. 23), § 7 Rz. 249; Daeniker (Fn. 6), 107 und Schärer/Waller (Fn. 15), 75 welche darauf hinweisen, dass in nicht regulierten Märkten Pakettransaktionen regelmässig zu einem Aufpreis abgewickelt werden. Dieser Aufpreis sei Ausdruck des Wertes, welchen der Markt der Kontrolle beimisst. Zudem seien Verhandlungen mit einem einzelnen Aktionär einfacher (und günstiger) als mit einer Vielzahl.

⁵⁵ Vgl. statt vieler Daeniker (Fn. 6), 100 mit Hinweisen: Dazu gehören sämtliche Möglichkeiten, welche dem kontrollierenden Aktionär unter Ausschluss der übrigen Aktionäre zustehen, wie z.B. privilegierte Informationsrechte, die Zahlung hoher Saläre oder grosszügiger *fringe benefits* als Geschäftsführer, der Abschluss von Liefer- oder Bezugsverträgen zu günstigen Konditionen etc.

⁵⁶ Daeniker (Fn. 6), 101 mit Hinweisen: Darunter werden diejenigen Kosten verstanden, die dem kontrollierenden Aktionär durch die Kontrolle des Managements entstehen.

werden. Der aus diesen beherrschungsimmanenten Vorteilen resultierende Mehrwert sollte nicht anlässlich einer Veräusserung ein zweites Mal realisiert werden.⁵⁷

VIII. Kontrollprämie unnötig als Entgelt für zusätzliche Leistungen

Manchmal werden Kontrollprämien (auch) als Entgelt für Zusicherungen und Gewährleistungen (Representations und Warranties) sowie für Handlungs- und Unterlassungspflichten (Covenants) bezahlt, welche von Verkäufern grösserer Aktienpakete oftmals abgegeben bzw. übernommen werden.⁵⁸ Solche Zusicherungen etc. werden üblicherweise nicht separat vergütet, obwohl sie je nach Ausgestaltung durchaus einen Wert haben können. Mit der Abschaffung der Kontrollprämie würde die Möglichkeit entfallen, solche Zusicherungen etc. mittels Kontrollprämie «pauschal» abzugelten. Falls dies dazu führt, dass solche Zusicherungen etc. in Zukunft separat honoriert werden, könnten sich vermehrt komplexe und streitanfällige Bewertungsfragen stellen, falls es sich dabei um wesentliche Leistungen handelt, die nach Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA⁵⁹ bewertet werden müssen.⁶⁰

Allerdings zeigt ein Vergleich mit Deutschland und Österreich, dass die fehlende Möglichkeit, eine Kontrollprämie zu bezahlen, nicht zu häufigeren Streitigkeiten über den Wert von Nebenleistungen führen muss. Auch in Deutschland und Österreich geben die Verkäufer von kontrollierenden Aktienpaketen regelmässig Garantien und Gewährleistungen ab. Gleichwohl gab es – soweit ersichtlich – bisher

noch keinen Fall, in dem geltend gemacht wurde, der Wert solcher Zusicherungen sei vom Mindestpreis in Abzug zu bringen.

IX. Kontrollprämie unnötig als «Schutz» vor sinkenden Börsenkursen

Die Kontrollprämie bietet dem Anbieter einen gewissen «Schutz» vor sinkenden Börsenkursen: Falls er zu einem früheren Zeitpunkt Beteiligungspapiere erworben hat und deren Börsenkurs inzwischen (d.h. innerhalb der nachfolgenden zwölf Monate) gefallen ist, kann er dank der Mindestpreisregel von Art. 32 Abs. 4 BEHG unter Umständen gleichwohl ein Übernahmeangebot zu einem im Vergleich zum vorausgegangenen Erwerb tieferen, aber angesichts des gesunkenen Börsenkurses im gegenwärtigen Zeitpunkt realistischen, Angebotspreis lancieren.⁶¹ Ohne die Möglichkeit einer preislichen Anpassung würde der Anbieter wohl auf ein Angebot verzichten oder zuwarten, bis sich entweder die Kurse erholt haben oder der frühere Erwerb aus dem relevanten Zeitraum der zwölf Monate gefallen ist.

Indes bietet Art. 45 BEHV-FINMA bereits heute eine ausreichende Handhabe, um von den Mindestpreisregeln Ausnahmen zu gewähren.⁶² Ein Anwendungsfall könnten dabei ausserordentliche Ereignisse sein, welche zu extremen Kursstürzen führen, sodass die Übernahmekommission eine Anpassung des Angebotspreises aus wichtigen Gründen gestatten könnte.⁶³ Zudem hat der Anbieter stets die Möglichkeit, mit der Lancierung eines Angebots zuzuwarten, bis ein im Vergleich zum aktuellen Börsenkurs «zu teurer» Vorerwerb aus dem relevanten Betrachtungszeitraum von 12 Monaten gefallen ist.

Die Publikumsaktionäre profitieren von dieser Kontrolle, ohne an den betreffenden Kosten beteiligt zu sein.

⁵⁷ Vgl. *Schenker* (Fn. 23), 202, wonach derjenige, welcher die Vorteile des Marktes nutze, auch die mit dem Markt verbundene Gleichbehandlung der Aktionäre akzeptieren müsse.

⁵⁸ *Schärer/Waller* (Fn. 15), 75.

⁵⁹ 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.

⁶⁰ Vgl. *Iffland* (Fn. 17), 9, insb. Fn. 34 und allgemein zu den Schwierigkeiten bei der Bewertung von Nebenleistungen: Bundesverwaltungsgerichtsentscheid vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant AG* (B-5272/2009).

⁶¹ Vgl. z.B. den vorausgegangenen Erwerb von Implenia-Aktien durch Laxey im Jahr 2007, für welchen sich allein wegen des sinkenden Börsenkurses rückblickend eine «Prämie» von 33,31% ergab (Empfehlung 343/1 vom 16. November 2007 in Sachen *Implenia AG*).

⁶² Die EU-Übernahmeangebots-Richtlinie (Fn. 21) kennt mit Art. 5(4) Abs. 2 eine ähnliche Regelung der Preisrekorrektur.

⁶³ Vgl. *Hofstetter/Schilter-Heuberger* (Fn. 1), Rz. 120 zu Art. 32, welche einen Börsencrash als Beispiel erwähnen.

X. Abgrenzung zwischen vorausgegangenem Erwerb und Best Price Rule entfällt

Als Nebeneffekt würde mit der Abschaffung der Kontrollprämie auch die manchmal schwierige Abgrenzung zwischen vorausgegangenem Erwerb und solchem, welcher der Best Price Rule untersteht, entfallen. Eine preisliche Privilegierung des vorausgegangenen Erwerbs wäre nicht mehr möglich.

XI. Zusammenfassung

Bei der Mindestpreisregelung handelt es sich um ein Werturteil, welches auf einer Interessenabwägung zwischen den Prinzipien der Privatautonomie und der Gleichbehandlung der Aktionäre kotierter Gesellschaften beruht. Die Gleichbehandlung der Aktionäre gehört zu den wichtigsten Prinzipien des Übernahmerechts. Die Möglichkeit, für einen vorausgegangenen Erwerb einen höheren Preis zu bezahlen, bedeutet eine Durchbrechung dieses Prinzips.

Die Kontrollprämie war das Ergebnis eines politischen Kompromisses bei der Schaffung des Börsengesetzes. Aus heutiger Sicht widerspricht sie den Erwartungen der Investoren und der europäischen Märkte. Die heftigen Reaktionen von privaten und institutionellen Investoren anlässlich des Kaufangebots auf Quadrant AG sowie der Übernahme von Alcon durch Novartis haben gezeigt, dass die dadurch bewirkte Ungleichbehandlung der Aktionäre nicht mehr verstanden wird.

Das eidgenössische Parlament wird über den Revisionsvorschlag des Bundesrates entscheiden müssen und es ist damit zu rechnen, dass einige Vertreter von kotierten Gesellschaften und vielleicht auch solche aus Bankenkreisen die Interessen der Familiengesellschaften sowie das Prinzip der Vertragsfreiheit gegen die Abschaffung der Kontrollprämie ins Feld führen werden. Das erste Argument überzeugt nicht. Zwar gibt es nach wie vor eine erhebliche (wenn auch abnehmende) Anzahl von Gesellschaften, die von einer Gruppe von Aktionären kontrolliert werden und unbestreitbar einen wichtigen Beitrag für die schweizerische Wirtschaft leisten. Es ist jedoch daran zu erinnern, dass diese Gesellschaften die Möglichkeit haben, durch einfachen Mehrheitsbeschluss der Generalversammlung ein (nachträgliches) Opting-Out einzuführen, wenn sie dies nicht bereits getan haben (z.B. Schindler Holding AG, Bobst Group SA, Ems-

Chemie Holding AG, Groupe Baumgartner Holding SA, OC Oerlikon Corporation AG, Banque Privée Edmond de Rothschild S.A.).⁶⁴ Die Interessen der Minderheitsaktionäre werden dabei durch Art. 706 des Obligationenrechts geschützt, wonach jeder Aktionär, welcher der Einführung des Opting-Out nicht zugestimmt hat, den betreffenden Generalversammlungsbeschluss anfechten kann.⁶⁵ In diesem Zusammenhang liesse sich auch eine Verbesserung des Minderheitenschutzes diskutieren, welche z.B. durch das zusätzliche Erfordernis der Zustimmung (auch) einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre erreicht werden könnte (Sonderabstimmung).⁶⁶

Mit Blick auf die Vertragsfreiheit ist unbestreitbar, dass es sich dabei nach wie vor um ein fundamentales Prinzip unserer Rechtsordnung handelt. Allerdings werden der Vertragsfreiheit im Bereich des Börsenrechts durch zahlreiche Bestimmungen Schranken gesetzt, um die Transparenz des Marktes und die Gleichbehandlung der Investoren sicherzustellen (vgl. Art. 1 BEHG). Letztlich ist es ein politischer Entscheid, wie man die Interessen der Mehrheitsaktionäre (Verkauf ihres Paketes zum bestmöglichen Preis) gegenüber denjenigen der Publikumsaktionäre (Andienung zum gleichen Preis wie den Mehrheitsaktionären) gewichtet. Die Zeit scheint reif, den veränderten Umständen Rechnung zu tragen und eine Ausnahme vom Prinzip der Gleichbehandlung der Investoren (und der Aktionäre) abzuschaffen, welche im letzten Jahrhundert aus Gründen der politischen Opportunität nötig schien.

⁶⁴ Die vollständige und von der SIX Swiss Exchange nachgeführte Liste ist abrufbar unter: http://www.six-exchange-regulation.com/obligations/reporting/opting/search_en.html.

⁶⁵ Art. 22 Abs. 3 BEHG; vgl. Verfügung 490/1 vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, Erw. 2.1; Verfügung 437/1 vom 4. März 2010 in Sachen *CI COM SA*, Erw. 2.1.

⁶⁶ Dagegen: Verfügung der Eidg. Bankenkommision vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, Erw. 4 (EBK-Bulletin 41/2000, 60 ff.): Der Verwaltungsrat von Esec Holding AG schlug anlässlich der Einführung einer Opting-Out-Klausel eine Sonderabstimmung vor, was die Übernahmekommision für zulässig hielt (Empfehlung 18/2 vom 6. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, Erw. 2). Gemäss der Eidg. Bankenkommision fehlte hierfür jedoch die gesetzliche Grundlage.