

R. Tschäni · H.-J. Diem · T. Gaberthüel

# ÖFFENTLICHE KAUFANGEBOTE

4. Auflage

Schulthess § 2020

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Literaturverzeichnis .....	XVII
Abkürzungsverzeichnis .....	XLVII
<b>Erster Teil: Die Übernahmeregelung im Allgemeinen .....</b>	<b>1</b>
<b>I. Entstehungsgeschichte und Ziele des Rechts der öffentlichen Kaufangebote .....</b>	<b>1</b>
A. Entstehungsgeschichte .....	1
B. Ziele .....	4
<b>II. Geltungsbereich .....</b>	<b>7</b>
A. Kauf- oder Tauschangebot .....	7
B. Kaufangebote müssen «öffentlich» sein .....	11
C. Kaufangebote für Beteiligungspapiere .....	13
D. Anknüpfungspunkte: Gesellschaftssitz und Kotierung .....	14
E. Für die Unterstellung unter die Regeln des schweizerischen Übernahmerechts unerhebliche Elemente .....	19
<b>III. Freiwillige Angebote und Pflichtangebote .....</b>	<b>21</b>
A. Pflichtangebote .....	21
1. Entstehen der Angebotspflicht .....	21
a. Grundsätze .....	21
b. Auslösende Tatbestände .....	23
c. Direkter und indirekter Erwerb .....	26
d. Handeln in gemeinsamer Absprache .....	28
e. Berechnung der einschlägigen Beteiligung .....	35
f. Opting-Out, Opting-Up und Opting-In .....	40
aa. Allgemeines .....	40
bb. Nachträgliches Opting-Out und Opting-Up .....	41
cc. Generelles und selektives Opting-Out und Opting-Up ....	43
dd. Opting-In .....	44
ee. Massgeschneidertes Opting-In? .....	46
g. Rechtsfolgen der Angebotspflicht .....	47

h.	Sanktionen bei Missachtung der Angebotspflicht .....	49
i.	Ausnahmen von der Angebotspflicht .....	49
2.	Merkmale des Pflichtangebots .....	55
a.	Vollangebot .....	55
b.	Mindestpreis .....	55
c.	Bedingungen .....	56
d.	Zulässiges Entgelt im Rahmen des Pflichtangebots .....	56
B.	Freiwillige Angebote .....	57
1.	Freiwillige Angebote .....	57
2.	Kontrollwechsel-Angebote .....	58
<b>IV.</b>	<b>Ad hoc-Publizität, Offenlegungspflicht und</b>	
	<b>Marktverhaltensregeln .....</b>	<b>61</b>
A.	Ad hoc-Publizität .....	61
1.	Bekanntgabepflicht .....	61
2.	Bekanntgabeaufschub .....	66
B.	Insiderrecht .....	69
C.	Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen .....	75
1.	Grundsatz und Entwicklung .....	75
2.	Anwendungsbereich .....	77
3.	Auslösende Tatbestände .....	77
4.	Offenlegungspflichtige Titel .....	81
5.	Meldepflichtige Personen .....	81
a.	Wirtschaftlich berechtigte Person .....	82
b.	Zur freien Stimmrechtsausübung berechtigter Dritter .....	83
6.	Ermittlung der einschlägigen Beteiligung .....	84
7.	Rechtsfolgen der Offenlegungspflicht .....	86
8.	Relevante Ausnahmen von der Offenlegungspflicht .....	86
9.	Sanktionen bei Missachtung der Offenlegungspflicht .....	88
10.	Hidden/Morphable Ownership, Exaggerating Ownership und ähnliche Übernahmetaktiken unter der geltenden Offenlegungsregelung .....	89
D.	Offenlegung von Management-Transaktionen .....	91
E.	Vertraulichkeits- und Stillhaltevereinbarungen .....	92
<b>V.</b>	<b>Erhöhung der Transaktionssicherheit; unfreundliche Angebote .....</b>	<b>94</b>
A.	Due Diligence .....	94
B.	Transaktionsvereinbarung mit der Zielgesellschaft .....	99
1.	Zweck und Inhalt .....	99

2.	Lock Up-Vereinbarungen .....	102
3.	Break Fees .....	103
4.	No Shop-Verpflichtung .....	105
5.	Keine Kontrahierungspflicht mit konkurrierendem Anbieter .....	106
6.	Zielgesellschaft und Anbieter als Gruppe .....	107
C.	Andienungsvereinbarung mit Aktionären .....	107
D.	Besonderheiten unfreundlicher Angebote .....	108
<b>VI.</b>	<b>Transaktionen mit Grossaktionären .....</b>	<b>110</b>
A.	Erwerb von Beteiligungen von Grossaktionären .....	111
B.	Gemeinsame Angebote mit Grossaktionären .....	114
<b>VII.</b>	<b>Behörden und Verfahren .....</b>	<b>118</b>
A.	Organisation und Zuständigkeit der UEK .....	118
B.	Verfahren vor der UEK .....	122
1.	Zuständigkeit des Ausschusses .....	122
2.	Verfahrensführung und Verfügungskompetenz der UEK .....	123
3.	Parteien .....	126
4.	Antrag auf Parteistellung und Einspracherecht der qualifizierten Aktionäre .....	130
5.	Prüfung des Angebots durch die UEK .....	134
C.	Beschwerdeverfahren vor der FINMA .....	138
D.	Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht .....	143
E.	Ausschluss der Beschwerde an das Bundesgericht .....	146
<b>VIII.</b>	<b>Grosstransaktionen: Koordination mit den US-amerikanischen Tender Rules .....</b>	<b>147</b>
A.	Ausgangslage .....	147
B.	Angebot auf «Registered Securities»; Dual Offer .....	148
C.	Angebot auf nicht in den USA registrierte Aktien .....	150
<b>IX.</b>	<b>Öffentliche Kaufangebote und andere Zusammenschlussformen ....</b>	<b>150</b>
A.	Zusammenschluss zwischen Schweizer Publikumsgesellschaften – Fusion und Tauschangebot .....	150
B.	Internationale Zusammenschlüsse von Publikumsgesellschaften .....	157
1.	Internationale Quasifusion (Tauschangebot) .....	158
2.	Grenzüberschreitende Fusion (Verschmelzung) .....	160
3.	Triangular Merger und Scheme of Arrangement .....	161

4. Dual Listed Companies .....	164
5. Fazit .....	166
<b>Zweiter Teil: Ausarbeitung der Angebotsdokumente .....</b>	<b>167</b>
<b>I. Sprache der Angebotsdokumente .....</b>	<b>167</b>
<b>II. Veröffentlichung der Angebotsdokumente .....</b>	<b>168</b>
<b>III. Die Voranmeldung .....</b>	<b>171</b>
A. Allgemeines .....	171
B. Inhalt der Voranmeldung .....	172
C. Wirkungen der Voranmeldung .....	175
1. Pflicht zur Veröffentlichung eines Angebotsprospekts .....	175
2. Weitere Wirkungen der Voranmeldung .....	177
D. Die bedingte Voranmeldung .....	178
E. Die «unbeabsichtigte Voranmeldung» .....	180
<b>IV. Der Angebotsprospekt .....</b>	<b>182</b>
A. Angebotsrestriktionen .....	182
1. Allgemeines; Zulässigkeit .....	182
2. Vereinigte Staaten von Amerika .....	185
a. Ausschluss von US-Aktionären .....	185
b. Einbezug von US-Aktionären – Barangebote .....	187
c. Einbezug von US-Aktionären – Tauschangebote .....	190
d. American Depositary Receipts .....	193
3. Tauschangebote – EU-Mitgliedstaaten .....	195
4. Financial Promotion – Vereinigtes Königreich .....	196
5. Verbreitung der Angebotsdokumente über das Internet .....	197
B. Datum der Voranmeldung .....	198
C. Gegenstand des Angebots .....	198
1. Der Gegenstand des Angebots im Allgemeinen .....	199
2. Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen .....	202
a. Keine Vorkehrungen treffen .....	203
b. Plananpassung: Accelerated Vesting, Cash Settlement und Roll-over .....	204
aa. Zulässigkeit von Plananpassungen .....	205

	bb. Übernahmerechtliche Behandlung von Plananpassungen .....	207
	c. Ausdehnung des Angebots auf die Mitarbeiteroptionen .....	209
D.	Angebotspreis .....	212
	1. Höhe des Angebotspreises .....	212
	a. Mindestpreis .....	212
	aa. Börsenkurs .....	214
	bb. Vorausgegangener Erwerb .....	216
	cc. Wert des Angebots .....	223
	b. Angemessenes Verhältnis zwischen den Angebotspreisen für verschiedene Arten von Beteiligungspapieren .....	224
	c. Best Price Rule .....	226
	2. Bargeld oder Titel (Bar- oder Tauschangebot) .....	226
	a. Barangebote .....	226
	b. Tauschangebote .....	228
	c. Alternative und gemischte Angebote mit Wahlmöglichkeit der Angebotsempfänger .....	229
	d. Baralternative bei Tauschangeboten .....	230
	3. Preisanpassungsvorbehalte .....	232
	a. Preiserhöhungsvorbehalt .....	232
	b. Preisreduktionsvorbehalt aufgrund einer Due Diligence .....	232
	c. Preisanpassungsvorbehalt aufgrund von Verwässerungseffekten .....	233
E.	Zeitplan des Angebots .....	235
	1. Überblick .....	235
	2. Karenzfrist .....	235
	3. Angebotsfrist .....	238
	4. Nachfrist .....	240
F.	Bedingungen .....	241
	1. Arten von Bedingungen .....	241
	2. Zulässigkeit von Bedingungen .....	242
	a. Bei freiwilligen Angeboten .....	242
	aa. Im Allgemeinen .....	242
	bb. Bedingungen, die bis zum Vollzug gelten .....	245
	b. Bei Pflichtangeboten .....	247
	c. Folgen unzulässiger Bedingungen .....	247
	3. Bedingungen, welche die Übernahme der Kontrolle über die Zielgesellschaft bezwecken .....	248
	a. Annahmebedingung (Mindestbeteiligung/Erfolgsquote) .....	248
	b. Erlangung des Stimmrechts .....	254
	c. Erlangung der Kontrolle über den Verwaltungsrat .....	257

4. Bedingungen, welche einen reibungslosen Vollzug des Angebots bezwecken .....	259
a. Keine behördlichen Verbote (No Injunction) .....	259
b. Erhalt der wettbewerbsrechtlichen Freistellungen .....	261
c. Keine Auflagen oder Verpflichtungen von Investitionskontrollbehörden (CFIUS) .....	263
d. Erhalt anderweitiger Bewilligungen .....	265
e. Ausgabe der zum Umtausch angebotenen Titel .....	266
f. Kotierung der zum Umtausch angebotenen Titel .....	267
g. Registrierung der zum Umtausch angebotenen Titel .....	268
h. Wahl von Vertretern der Zielgesellschaft in den Verwaltungsrat des Anbieters bei Tauschangeboten .....	269
i. Abspaltung eines Geschäftsbereichs der Zielgesellschaft an die Angebotsempfänger .....	269
j. Genehmigung des Angebots durch die Generalversammlung des Anbieters .....	271
k. Zustandekommen eines Parallelangebots (Cross Conditions) .....	271
5. Bedingungen, die einen Substanzverlust der Zielgesellschaft ausschliessen sollen .....	273
a. No Material Adverse Change (No MAC) .....	273
b. Keine Abwehrmassnahmen der Generalversammlung .....	278
c. Keine Verpflichtung zum Kauf und Verkauf wesentlicher Vermögenswerte .....	280
d. Keine unübliche Dividende seitens den von Target beherrschten Gesellschaften .....	281
e. Aufrechterhaltung von bestimmten Aktiven und Passiven .....	282
f. Keine negativen Steuerfolgen .....	283
6. Unzulässige Bedingungen .....	284
a. Eintragung durch den Verwaltungsrat trotz einer Vinkulierungsklausel .....	284
b. Keine Veräusserungen von eigenen Aktien; keine Verletzung der Best Price Rule .....	285
c. Keine unzulässigen Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft....	286
d. Keine «Golden Parachutes» .....	287
e. Keine Verpflichtung zur Ausdehnung des Angebots auf vom Angebot ausgeschlossene Personen (Sales Restrictions) .....	287
f. Due Diligence über die Zielgesellschaft .....	288
g. Keine Ungültigkeit von Bedingungen .....	289
h. Keine unerwarteten Angebotsänderungen (z.B. bzgl. Baralternative) .....	289
7. Verzicht auf Bedingungen .....	290

8.	Geltungsdauer der Bedingungen; Vollzugaufschub .....	291
9.	Abstimmung eines unfreundlichen Übernahmeangebots mit der Generalversammlung der Zielgesellschaft .....	294
10.	Bedingungen und Voranmeldung .....	296
a.	Angabe der Bedingungen in der Voranmeldung .....	296
b.	Bedingungsausfall und Verzicht zwischen Voranmeldung und Angebot .....	297
11.	Hauptgegenstand des Angebots .....	297
G.	Angaben über den Anbieter .....	298
1.	Firma, Sitz, Kapital und hauptsächliche Geschäftstätigkeit des Anbieters .....	298
2.	Bedeutende und beherrschende Aktionäre des Anbieters .....	299
3.	In gemeinsamer Absprache handelnde Personen .....	300
4.	Letzte Jahresrechnung .....	306
5.	Beteiligung an der Zielgesellschaft .....	306
6.	Käufe und Verkäufe von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft .....	307
H.	Zusätzliche Angaben im Fall von Tauschangeboten .....	307
1.	Zusätzliche Angaben im Angebotsprospekt .....	307
2.	Angebotsprospekt und Prospekt nach FIDLEG .....	309
I.	Angaben über die Finanzierung .....	310
J.	Angaben über die Zielgesellschaft .....	311
1.	Grundsätzliche Absichten des Anbieters .....	311
2.	Vereinbarungen zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft, deren Organen und Aktionären .....	312
3.	Keine nicht öffentlichen Informationen .....	312
K.	Bericht der Prüfstelle .....	314
L.	Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft .....	319
M.	Verfügung der Übernahmekommission .....	319
N.	Rechte der Minderheitsaktionäre .....	320
O.	Hinweis auf Fairness Opinion .....	321
P.	Durchführung des Angebots .....	322
1.	Information/Anmeldung .....	322
2.	Angediente Beteiligungspapiere .....	323
a.	Blockierung der angedienten Beteiligungspapiere .....	323
b.	Zweite Handelslinie .....	323
3.	Vollmacht .....	325
4.	Auszahlung des Angebotspreises .....	326



5. Kosten und Abgaben .....	327
6. Kraftloserklärung und Dekotierung .....	328
7. Grundsätzliche Steuerfolgen .....	329
Q. Anwendbares Recht und Gerichtsstand .....	335
R. Indikativer Zeitplan .....	335
S. Informationsmaterial und Dokumente .....	336
<b>V. Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft und Fairness Opinion .....</b>	<b>337</b>
A. Zuständigkeit .....	337
B. Inhalt des Verwaltungsratsberichts .....	338
1. Stellungnahme zum Angebot .....	338
2. Angabe des Abstimmungsverhältnisses .....	339
3. Begründung; Fairness Opinion .....	340
4. Angaben, welche für die Entscheidung der Angebotsempfänger wesentlich sein können .....	343
5. Interessenkonflikte .....	346
a. Beziehungen der Verwaltungsratsmitglieder zum Anbieter ....	347
b. Finanzielle Auswirkungen des Angebots auf die Leitungsorgane .....	349
c. Massnahmen bei Vorliegen von Interessenkonflikten .....	350
6. Geplante Abwehrmassnahmen .....	352
7. Absichten der bedeutenden Aktionäre .....	354
C. Prüfung des Berichts durch die UEK .....	354
D. Veröffentlichung des Berichts .....	355
1. Sprache des Berichts und Veröffentlichungsart .....	355
2. Zeitpunkt der Veröffentlichung .....	355
E. Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates .....	356
<b>VI. Zwischenergebnis .....</b>	<b>357</b>
<b>VII. Endergebnis .....</b>	<b>361</b>
<b>Dritter Teil: Während des Angebots zu beachtende Regeln .....</b>	<b>365</b>
<b>I. Die Best Price Rule .....</b>	<b>365</b>
A. Persönlicher Anwendungsbereich .....	366
B. Zeitlicher Anwendungsbereich .....	368

C.	Sachlicher Geltungsbereich .....	371
D.	Wert des Angebots (Referenzpreis) .....	373
E.	Bestimmung des durch den Anbieter bezahlten Erwerbspreises .....	375
	1. Beim Erwerb von Beteiligungspapieren .....	375
	2. Beim Erwerb von Beteiligungsderivaten .....	377
	3. Nebenleistungen .....	378
	4. Einräumung von Put-Optionen und anderen Rechten .....	381
F.	Barkäufe ausserhalb eines freiwilligen Tauschangebots .....	381
G.	Rechtsfolgen bei Verletzung der Best Price Rule .....	382
H.	Ausnahmen von der Best Price Rule .....	383
<b>II.</b>	<b>Meldepflicht (Art. 134 FinfraG) .....</b>	<b>385</b>
A.	Zeitlicher Geltungsbereich .....	386
B.	Meldepflichtige Personen .....	386
	1. Meldepflicht der Verfahrensparteien .....	386
	2. Meldepflicht der bedeutenden Aktionäre .....	387
C.	Meldepflichtige Transaktionen .....	388
D.	Modalitäten der Meldung .....	389
E.	Veröffentlichung der Meldung .....	389
<b>III.</b>	<b>Nachführungspflicht .....</b>	<b>390</b>
<b>IV.</b>	<b>Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft .....</b>	<b>392</b>
A.	Verbot von Abwehrmassnahmen gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 36 UEV .....	398
	1. Zeitlicher Geltungsbereich .....	398
	2. Unerlaubte Massnahmen .....	399
	a. Beschlüsse und Massnahmen .....	399
	b. Änderungen von 10% der Bilanzsumme oder der «Ertragskraft» .....	400
	c. Hauptgegenstand des Angebots .....	401
	d. Unüblich hohe Entschädigungen an Mitglieder des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung .....	403
	e. Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital unter Bezugsrechtsausschluss .....	404
	f. Transaktionen in eigenen Aktien und in Tauschpapieren .....	405
B.	Verbot von Abwehrmassnahmen gemäss Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG und Art. 37 UEV .....	406
C.	Erlaubte Abwehrmassnahmen .....	408

1.	Ankündigung eines geplanten Aktienrückkaufs .....	408
2.	Weitere Massnahmen .....	409
D.	Rechtsfolgen unzulässiger Abwehrmassnahmen .....	410
E.	Anzeigepflicht der Zielgesellschaft .....	411
V.	<b>Konkurrierende Angebote</b> .....	412
A.	Begriff und Voraussetzungen des konkurrierenden Angebots .....	412
B.	Rechtswirkungen des konkurrierenden Angebots .....	414
1.	Ermittlung des Mindestpreises des konkurrierenden Angebots ....	415
2.	Zeitplan .....	415
3.	Widerrufsrecht der Angebotsempfänger .....	417
4.	Gleichbehandlung der konkurrierenden Anbieter durch die Zielgesellschaft .....	418
5.	Änderung des vorhergehenden Angebots .....	420
	<b>Vierter Teil: Ausschluss von Minderheitsaktionären und Dekotierung .....</b>	<b>421</b>
I.	<b>Kraftloserklärungsklage</b> .....	422
A.	Voraussetzungen .....	422
B.	Gegenstand .....	424
C.	Kraftloserklärungsverfahren .....	424
D.	Rechtsfolge der Kraftloserklärung .....	425
II.	<b>Abfindungsfusion</b> .....	426
A.	Voraussetzungen .....	426
B.	Verfahren .....	427
C.	Rechtsfolgen der Abfindungsfusion .....	427
III.	<b>Squeeze-Out bei einer Beteiligung unter 90%</b> .....	429
IV.	<b>Dekotierung</b> .....	430
	<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	<b>435</b>