

Protagonisten im Gesellschaftsrecht

Zehntes deutsch-österreichisch-schweizerisches
Symposium, Zürich, 6.–7. Juni 2019

Herausgegeben von

Hans-Ueli Vogt, Holger Fleischer und Susanne Kalss

Mohr Siebeck

Holger Fleischer ist Direktor am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

Susanne Kalss ist Universitätsprofessorin am Institut für Zivil- und Unternehmensrecht an der Wirtschaftsuniversität Wien.

Hans-Ueli Vogt ist Professor für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich.

ISBN 978-3-16-159538-7 / eISBN 978-3-16-159539-4
DOI 10.1628/978-3-16-159539-4

ISSN 0340-6709 / eISSN 2568-6577
(Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2020 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Printed in Germany.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis.....	IX
 <i>Holger Fleischer</i>	
Gesellschaftsrechts-Honoratioren – Schlüsselfiguren im Gesellschaftsrecht und ihr diskursives Zusammen- wirken.....	1
Diskussion (<i>Hans-Ueli Vogt</i>)	23
 <i>Alexander Schopper</i>	
Das Firmenbuchgericht als Gestalter des Gesellschafts- und Unter- nehmensrechts.....	29
 <i>Lukas Glanzmann</i>	
Wandel des Gesellschaftsrechts in der Schweiz – Die Rolle der Gerichte und Handelsregisterämter.....	45
Diskussion (<i>Hans-Ueli Vogt</i>)	75
 <i>Michael Hoffmann-Becking</i>	
Die Rolle der Unternehmen und ihrer Berater im Wandel des Gesell- schafts- und Kapitalmarktrechts	81
 <i>Thomas Haberer</i>	
Zur Rolle des Wirtschaftsprüfers im Gesellschaftsrecht.....	91
Diskussion (<i>Hans-Ueli Vogt</i>)	123
 <i>Susan Emmenegger</i>	
Die schweizerische Übernahmekommission – Schlüsselfigur bei der Gestaltung des Übernahmerechts.....	127

Martin Winner

Die österreichische Übernahmekommission –
Bemerkungen zu Organisation, Verfahren und Rechtsschutz 147

Diskussion (*Hans-Ueli Vogt*) 165

Ulrich Seibert

Politik und Gesellschaftsrecht –
Gibt es vermehrt sozialpolitisch motivierte Eingriffe der Politik in das
Gesellschaftsrecht und wenn ja, warum?..... 169

Tizian Troxler

Die Bedeutung des politischen Systems im Wandel des schweizerischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts..... 183

Diskussion (*Hans-Ueli Vogt*) 225

Autorenverzeichnis 229

Die schweizerische Übernahmekommission

Schlüsselfigur bei der Gestaltung des Übernahmerechts

*Susan Emmenegger**

I.	Werdegang der schweizerischen Übernahmebehörde	128
1.	Die Kommission für Regulierungsfragen (1989–1998).....	128
2.	Die Übernahmekommission (ab 1998).....	129
II.	Die Übernahmekommission: Eckpunkte.....	130
1.	Aufgaben.....	130
2.	Organisation.....	131
a)	Kommission.....	131
b)	Sekretariat.....	132
3.	Personelle Zusammensetzung.....	132
a)	Formelle Grundlagen.....	132
b)	Umsetzung.....	133
4.	Kompetenzen.....	134
a)	Kommission.....	134
b)	Sekretariat.....	135
III.	Von der Empfehlungs- zur Verfügungskompetenz.....	135
1.	Empfehlungskompetenz.....	135
a)	Kommission für Regulierungsfragen.....	135
b)	Übernahmekommission.....	136
2.	Verfügungskompetenz.....	137
a)	Neuordnung der Finanzmarktaufsicht (FINMAG).....	137
b)	Verstärkte Gestaltungsrolle infolge der Verfügungskompetenz?	138
IV.	Formelle Gestaltungskompetenz (ÜbernahmeVO).....	139
1.	Übernahmerecht als Rahmengesetzgebung.....	140
2.	Weitgehende Verordnungskompetenz der UEK.....	140
V.	Materielle Gestaltungskraft.....	141
1.	Einfluss auf den Gesetzgebungsprozess.....	141
2.	Öffentlichkeit der Entscheide.....	142
a)	Veröffentlichungspraxis.....	142
b)	Rückkoppelung mit dem Verordnungsrecht.....	143
3.	Vorabklärungen und Nachbesserungen.....	144
4.	Regulatory Capture.....	145

* Die Autorin dankt Frau MLaw Andrea Bigler für die Unterstützung bei der Erstellung dieses Beitrags.

I. Werdegang der schweizerischen Übernahmehbehörde

1. Die Kommission für Regulierungsfragen (1989–1998)

Das schweizerische Übernahmeregts befand sich lange Zeit in einem Dornröschenschlaf. Zwar wurde 1850 in Genf die erste Schweizer Wertpapierbörse eröffnet,¹ doch befanden sich die kotierten Gesellschaften durchweg in der Hand von Ankeraktionären, zudem bot die aktienrechtliche Möglichkeit der Vinkulierung ein scheinbar unüberwindbares Hindernis für feindliche Übernahmen.² Der Schock saß tief, als 1988 als zwei große Schweizer Gesellschaften sich mit (zunächst) feindlichen Übernahmeangeboten konfrontiert sahen.³ Die Vereinigung der Schweizer Börsen⁴ reagierte prompt und publizierte am 1.9.1989 den Übernahmekodex.⁵

Der Übernahmekodex enthielt Regeln zu den Anforderungen an die öffentlichen Kaufangebote, zu den Pflichten der Anbieterin und der Zielgesellschaft und zur Rolle der Treuhandgesellschaften, welche die Einhaltung des Kodex während der Übernahme überprüfen sollten. Führt man sich das heutige Übernahmeregts vor Augen, so war der Kodex ein bescheidenes Regelwerk: Es bestand aus 11 Titeln und insgesamt 36 Bestimmungen, wovon 23 Bestimmungen materielle Übernahmeregeln enthielten.⁶ Meldepflichten und eine Angebotspflicht waren darin nicht enthalten.

Der Kodex sah die Einsetzung einer Kommission für Regulierungsfragen vor. Dieser kam die Aufgabe zu, öffentliche Angebote auf deren Übereinstimmung mit dem Kodex zu überprüfen, wobei sie sich dabei insbesondere auf den Bericht der Treuhandgesellschaft stützen konnte.⁷ Die Vereinigung der Börsen übernahm eine Defizitgarantie, indem sie eine Gebührenverordnung für die Kommission erließ und gleichzeitig im Kodex festhielt, dass im Fall einer Unterdeckung die

¹ Hunold, Die schweizerischen Effektenbörsen, 1949, S. 22.

² Siehe Steinmann, Präventive Abwehrmassnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes, Diss. 1989, S. 60 ff.; Tschäni, Unternehmensübernahmen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., Basel 1991, S. 237 ff.

³ Siehe Peter/Bovey, Droit suisse des OPA, 2013, Rn. 7 ff. Es handelte sich um die Gesellschaften „La Suisse“ (Lebensversicherung) und „Publicitas“ (Werbeunternehmen).

⁴ Die Vereinigung umfasste die damals existierenden Börsen der Schweiz: Genf, Basel, Lausanne, Zürich, Neuchâtel, Bern, St. Gallen und die Soffex Zürich. Von diesen Börsen bestehen heute noch die SIX Swiss Exchange (Zürich) und die BX Swiss (ehemals Bern, heute in Zürich). Peter/Bovey (Fn. 3), Rn. 10 Fn. 9.

⁵ Vereinigung der Schweizer Börsen, Schweizerischer Übernahmekodex vom 1.9.1989. Siehe hierzu Peter, SZW 1990, 153, 157. Zur Entstehungsgeschichte siehe Meier-Schatz, AJP 1998, 48 ff.

⁶ Allerdings sei hier im Vorgriff auf die weiteren Ausführungen angemerkt, dass die später folgende formell-gesetzliche Regelung des Übernahmeregts durchweg als Rahmengesetzgebung konzipiert war, so dass der Kodex inhaltlich detaillierter ausfiel als die spätere Regelung auf (formeller) Gesetzesstufe.

⁷ Art. 9.1. Übernahmekodex.

Vereinigung die Kosten der Kommission tragen würde.⁸ Diese Regelung wurde bis heute beibehalten.⁹

2. Die Übernahmekommission (ab 1998)

Die 1980er Jahre waren von einem starken Wandel der Finanzmärkte geprägt. Die technischen Umwälzungen führten zur Einführung elektronischer Informations- und Handelssysteme, der politische Wandel bewirkte eine Deregulierungs- und eine Globalisierungswelle. Die kantonalen Regelungen erwiesen sich als überholt, es bedurfte einer gesamtschweizerischen Lösung in Gestalt eines eidgenössischen Gesetzes über den Börsen- und Effektenhandel (BEHG), wobei sich die Bestimmungen zum Übernahmerecht am britischen Takeover Code orientierten.¹⁰ Der übernahmerechtliche Teil des Börsengesetzes war zugleich heftig umstritten; das galt insbesondere für die Einführung einer Angebotspflicht bei einem Kontrollwechsel.¹¹ Am Ende entschied aber die Mehrheit des Parlaments, eine Angebotspflicht einzuführen.¹²

Als Überwachungsinstanz im Übernahmebereich sah der bundesrätliche Gesetzesentwurf die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) vor.¹³ Demgegenüber hatten die gemeinsame Arbeitsgruppe des Schweizerischen Handels- und Industrievereins (Vorort) und der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) schon vor der Veröffentlichung des bundesrätlichen Entwurfs vorgeschlagen, das Modell der Kommission für Regulierungsfragen beizubehalten, mithin also die Überwachung und den Erlass der Ausführungsbestimmungen einem privaten Organ (einer Übernahmekommission) zu übertragen, und so größere Marktnähe und Fachkompetenz sicherzustellen.¹⁴ Der Ständerat fügte in der Folge eine neue Bestimmung in den Entwurf des Börsengesetzes ein, welche die Überprüfung der Übernahmefälle an eine neu zu schaffende Übernahmekommission übertrug.¹⁵ Die EBK wurde demgegenüber mit der Oberaufsicht betraut.

⁸ Art. 10.5. Übernahmekodex.

⁹ Art. 23 Abs. 5 aBEHG (1995); Art. 126 Abs. 6 FinfraG (2015).

¹⁰ *Botschaft BEHG*, BBl 1993 I 1389.

¹¹ *Botschaft BEHG*, BBl 1993 I 1380.

¹² Allerdings mit gewichtigen Ausnahmen, die insbesondere auf die Familiengesellschaften ausgerichtet waren: Beteiligungsübertragungen innerhalb einer Gruppe gelten nicht als Kontrollwechsel (Art. 32 Abs. 2 lit. a aBEHG; Art. 136 Abs. 1 lit. a FinfraG); die Gesellschaft kann in ihren Statuten ein *opting out* vorsehen, wonach bei einem Kontrollwechsel keine Angebotspflicht besteht (Art. 22 Abs. 2 und 3 aBEHG; Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG).

¹³ Art. 24 des Entwurfs zum Börsengesetz vom 24.2.1993, BBl 1993 I 1453. Erläuterungen in *Botschaft BEHG*, BBl 1993 I 1380 f., 1391 f., 1413. Siehe auch *Hirsch*, SZW Sondernummer 1997, 71, 73.

¹⁴ Zum sogenannten OPAC-Vorschlag siehe *Gruber*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, 1996, S. 153 ff.; *Bernet*, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), 1998, S. 64 f.; *Hirsch*, SZW Sondernummer 1997, 72.

¹⁵ Art. 22^{bis} (neu) des Entwurfs zum Börsengesetz vom 24.2.1993, in: Bulletin SR, 1993, 1006 f. Siehe auch Diskussion der Ständeräte Cottier (Berichterstatter), Schmid und Bundesrat

Das Börsengesetz wurde am 24.3.1995 vom Parlament verabschiedet und trat am 1.2.1997 in Kraft, allerdings noch ohne die Bestimmungen über die Meldepflichten und die Übernahmeangebote; für sie wurde eine längere Übergangsfrist bis zum 1.1.1998 vorgesehen. Zu diesem Datum nahm die schweizerische Übernahmekommission (UEK) ihre Tätigkeit auf und löste damit die Kommission für Regulierungsfragen der Vereinigung der Schweizer Börsen ab.¹⁶

II. Die Übernahmekommission: Eckpunkte

1. Aufgaben

Die UEK hat die Aufgabe, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote (Übernahmesachen) im Einzelfall zu überprüfen (Art. 126 Abs. 3 FinfraG¹⁷). Diese Kompetenz erstreckt sich auf alle Fragen, die sich aus der Anwendung des Übernahmerechts ergeben. Die Kernkompetenz bezieht sich auf die Überprüfung der Rechtmäßigkeit eines öffentlichen Kaufangebots. Zu letzteren zählen in der Schweiz auch die Rückkaufprogramme für eigene Aktien,¹⁸ wobei die UEK im einschlägigen Rundschreiben relativ weitgehende Freistellungen (*safe-harbor*-Regeln) erlaubt.¹⁹ Weiter entscheidet die UEK über das Bestehen einer Angebotspflicht oder einer Ausnahme von derselben.²⁰

Stich, in: Bulletin SR, 1993, 1008. Siehe weiter *Barthold/Isler*, in: Sethe u.a. (Hrsg.), Kommentar FinfraG, 2017, Art. 126 N. 2; *Bernet* (Fn. 14), S. 119 f.

¹⁶ *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar Übernahmeverordnung UEV, 2011, Art. 1 N. 1. Zur Organisation und den Aufgaben der UEK im Zeitpunkt der Gründung der Kommission siehe *Bernet* (Fn. 14), S. 123 ff.; *Hirsch*, SZW Sondernummer 1997, 72 ff.; *Senn*, AJP 1997, 1177, 1180 ff.

¹⁷ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effektenhandel vom 19.6.2015 (FinfraG), SR 958.1 (in Kraft ab 1.1.2016). Das FinfraG bildet zusammen mit dem Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15.6.2018 (FIDLEG, Inkrafttreten per 1.1.2020) das Pendant zu MiFIR/MiFID II.

¹⁸ Empfehlung 0002/01 i. S. *Pharma Vision 2000 AG/BK Vision AG, Stillhalter Vision AG* vom 17.2.1998, bestätigt durch EBK-Verfügung vom 4.3.1998, EBK-Bulletin 26/1998, 38 ff. Heute ist die Regelungskompetenz der UEK für Rückkaufprogramme in Art. 4 Abs. 2 UEV (2009) ausdrücklich festgehalten. Der Grund für die Unterstellung liegt darin, dass die Herabsetzung im Umfang des Nennwerts der zurückgekauften Aktien die relative Beteiligung jener Aktionäre, die das Angebot nicht annehmen, erheblich erhöhen kann. Als Folge davon können sich einzelne Aktionäre gezwungen sehen, das Angebot anzunehmen, um nicht unter dem allenfalls unerwünschten neuen Regime in der Aktiengesellschaft verbleiben zu müssen. Hinzu kommt, dass Rückkaufprogramme es dem Hauptaktionär erlauben würden, die Übernahmeregeln des Gesetzes zu umgehen, indem er das entsprechende Kaufangebot durch die Gesellschaft selbst unterbreiten lässt.

¹⁹ UEK-Rundschreiben Nr. 1 vom 26.2.2010. Das Rundschreiben ersetzt die Mitteilung Nr. 1 vom 28.3.2000.

²⁰ Siehe statt vieler *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Watter/Bahar (Hrsg.), Basler Kommentar FINMAG/FinfraG, 3. Aufl., 2019, Art. 126 N. 15, Art. 138 N. 2.

Sodann prüft die UEK auch vorfrageweise gesellschaftsrechtliche Fragen, die sich im Übernahmekontext stellen.²¹ Umstritten ist die Kompetenz der UEK, offensichtliche Verletzungen des Gesellschaftsrechts zu sanktionieren. Es entspricht aber deren Praxis²² und ist in Art. 37 der Verordnung der Übernahmekommission (Übernahmeverordnung, UEV) ausdrücklich festgehalten.²³ Weiter überprüft die UEK statutarische Bestimmungen mit übernahmerechtlicher Relevanz.²⁴

Neben den vorerwähnten Überprüfungs- und Umsetzungsaufgaben der UEK übt diese auch eine Regulierungsfunktion aus, namentlich im Rahmen ihrer Verordnungskompetenz.

2. Organisation

a) Kommission

Die UEK ist eine Fachbehörde, deren Mitglieder nebenamtlich tätig sind.²⁵ Das Gesetz sieht eine Vertretung der Effekthändler, der kotierten Gesellschaften und der Anleger vor.²⁶ Ernennungsbehörde ist die FINMA, die vor der Ernennung die Börsen anhört;²⁷ die FINMA genehmigt auch das Organisationsreglement der UEK.²⁸ Die Kommission besteht aus dem Präsidenten²⁹, der Vizepräsidentin³⁰ sowie fünf bis neun weiteren Mitgliedern.³¹

²¹ UEK-Empfehlung 0165/01 i. S. *Sika AG* vom 2.3.2003 (Aktienrückkauf, Frage der zulässigen Kompetenzdelegation an den Verwaltungsrat gemäß Statuten; Frage offengelassen, da Handelsregisteramt die Transaktion gebilligt hatte); Empfehlung 0289/01 i. S. *Sustainable Performance Group AG* vom 2.8.2006 E. 2 (Aktienrückkauf; Beachtung der aktienrechtlichen Regel in Art. 659 OR, wonach ein Rückkauf höchstens im Umfang von 10 % des Aktienkapitals zulässig ist).

²² So bereits Empfehlung 0035/01 i. S. *Altin Ltd.* vom 12.4.1999, E. 3.2.; Empfehlung 0249/05 i. S. *Saia-Burgess* vom 23.8.2005 E. 1.3.1. (betreffend Verlängerung der Kündigungsfristen für das Management (von einem auf zwei Jahre) kurz vor der Publikation eines (feindlichen) Übernahmeangebots sowie Aufhebung des Konkurrenzverbots für das Management.

²³ Art. 37 UEV lautet: „Abwehrmassnahmen, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen, stellen unzulässige Massnahmen im Sinne von Art. 132 Abs. 3 Buchstabe b FinfraG dar.“ So bereits Art. 36 UEV-UEK vom 21.7.1997 (erste Version der UEK-Verordnung nach Inkrafttreten des Börsengesetzes).

²⁴ UEK-Verfügung 610/01 i. S. *Schindler Holding AG* vom 21.7.2015, E. 2 Rn. 7. Eine Vinkulierungsklausel, mit der ein maßgeschneidertes *Opt-In* eingeführt wird, widerspricht dem System des Übernahmerechts und ist daher nichtig.

²⁵ „Nebenamtlich“ ist nicht gleichbedeutend mit „umsonst“. Der Präsident der UEK erhält eine Entschädigung von CHF 130.000.-- plus Spesen, die Mitglieder erhalten eine Grundentschädigung von CHF 20.000.-- plus Spesen sowie eine Vergütung von CHF 3.000.-- für die Tätigkeit als Mitglied in einem Ausschuss (Art. 13 R-UEK).

²⁶ Art. 126 Abs. 1 FinfraG.

²⁷ Art. 126 Abs. 1 FinfraG.

²⁸ Art. 126 Abs. 1 FinfraG.

²⁹ Es wird bewusst die männliche Form verwendet; die UEK wartet noch auf ihre erste Präsidentin.

³⁰ Es wird bewusst die weibliche Form verwendet; seit ihrem Bestehen zählte die UEK drei Vizepräsidentinnen und fünf Vizepräsidenten.

³¹ Art. 3 Abs. R-UEK.

Für jedes Übernahmeverfahren bzw. für jede Frage, zu der verfügt werden muss, ernennt der Präsident einen Ausschuss. Dieser besteht im Regelfall aus dem Vorsitzenden und zwei Beisitzenden. Grundsätzlich obliegt der Vorsitz dem Präsidenten.³² Mit Blick auf die Tatsache, dass die Mitglieder der UEK im Nebenamt tätig sind, finden die Beratungen per Telefonkonferenz statt. Allerdings ist der Präsident während der Beratung häufig im Sekretariat anwesend, weil er die Sitzung zusammen mit den Rechtskonsulentinnen und -konsulenten vorbereitet.

b) Sekretariat

Unterstützt wird die Kommission von einem ständigen Sekretariat, das aus drei bis vier Rechtskonsulentinnen und -konsulenten besteht.³³ Ihre Anstellung erfolgt durch den Präsidenten und die Vizepräsidentin.³⁴ Das Sekretariat wird durch Assistentinnen und Assistenten unterstützt; über deren Anstellung entscheidet das Sekretariat nach Absprache mit dem Präsidenten.³⁵

Das Sekretariat bereitet die Geschäfte der UEK vor.³⁶ Konkret bedeutet dies, dass die Rechtskonsulentinnen und -konsulenten einen Verfügungsentwurf oder ein Memorandum zu den klärungsbedürftigen Rechtsfragen erstellen, das den Ausschussmitgliedern vor der Beratung zugestellt wird. Sie erarbeiten auch den Entwurf für die Schlussredaktion der Verfügungen.³⁷

3. Personelle Zusammensetzung

a) Formelle Grundlagen

Das Gesetz erwähnt zwei Kriterien für die Mitgliedschaft: Zugehörigkeit und Sachverstand. Das erste Kriterium knüpft an drei wichtige Stakeholder-Kategorien im Übernahmewesen an: die Effektenhändler (ursprünglich: die Ringbanken), die kotierten Gesellschaften und die Anlegerschaft.³⁸ Von den insgesamt

³² Art. 54 UEV; Art. 4 R-UEK.

³³ Die Anstellungsentscheidung treffen der Präsident und die Vizepräsidentin, Art. 4 Abs. 2 lit. a R-UEK.

³⁴ Art. 4 Abs. 3 lit. a R-UEK.

³⁵ Art. 6 Abs. 2 lit. j R-UEK.

³⁶ Art. 55 Abs. 2 UEV.

³⁷ Art. 55 Abs. 2 UEV.

³⁸ Art. 126 Abs. 1 FinfraG im Wortlaut: „Die FINMA bestellt nach Anhörung der Börsen eine Kommission für öffentliche Kaufangebote (Übernahmekommission). Diese Kommission setzt sich aus sachverständigen Vertreterinnen und Vertretern der Effektenhändler, der kotierten Gesellschaften und der Anlegerinnen und Anleger zusammen. Organisation und Verfahren der Übernahmekommission sind der FINMA zur Genehmigung zu unterbreiten.“ So zuvor schon Art. 23 Abs. 1 aBEHG (1995).

sieben bis elf Mitgliedern³⁹ soll dabei jede Stakeholder-Gruppe Anspruch auf (mindestens) einen Sitz haben.⁴⁰

Mit dem Zugehörigkeitskriterium stellt der Gesetzgeber klar, dass der Gesetzgeber eine gewisse Verflechtung zwischen der Kommission und den durch sie überprüften Wirtschaftskreisen bewusst anstrebt.⁴¹ Entsprechend bildet die Unabhängigkeit bei der Wahl der UEK-Mitglieder kein Kriterium.⁴² UEK-Mitglieder können gleichzeitig eine Tätigkeit als Geschäftsleitungsmitglieder, Verwaltungsratspräsidentinnen von Banken, Effektenhändlern oder Publikumsgesellschaften ausüben und sie tun dies im Regelfall auch.

b) Umsetzung

Stellt man auf die formellen Zugehörigkeitskriterien ab, so lässt sich ein Unterschied zwischen dem *law in the books* und dem *law in action* nicht übersehen. Die weitaus stärkste Mitgliedergruppe ist vom Gesetz nicht vorgesehen: Seit der Gründung der UEK (1998) haben Professorinnen und Professoren jeweils mehr als einen Drittel der UEK-Sitze eingenommen, zu jeder Zeit waren sie im Präsidium (Präsident, Vize-Präsidentin) vertreten, in den ersten zwanzig Jahren der Kommissionstätigkeit (1998–2019) stellten sie während fünfzehn Jahren den Präsidenten.⁴³ Auch die Prüfgesellschaften sind als UEK-Mitglieder vom Gesetz nicht vorgesehen; sie sind aber seit der Gründung der UEK durchgehend mit einem Mitglied vertreten.⁴⁴

Ordnungsgemäß vertreten sind die Effektenhändler (Banken); sie stellen regelmäßig zwei Mitglieder. Auch bei den kotierten Gesellschaften bildet die Realität den gesetzlichen Auftrag ab. Allerdings hinterlässt die Globalisierung hier deutliche Spuren; die Führungsriegen von Schweizer Konzernen sind längst nicht mehr immer der Landessprache mächtig und mit dem Schweizer Milizsystem vertraut. Waren die kotierten Gesellschaften über lange Zeit mit zwei Mitgliedern vertreten, ist es seit rund zehn Jahren nur noch eines.⁴⁵

³⁹ Art. 3 Abs. 1 R-UEK. Bis zum Inkrafttreten des R-UEK per 1.1.2009 war dieselbe Mitgliederanzahl in Art. 12 des Reglements über die EBK (R-EBK) verankert.

⁴⁰ *Barthold/Isler*, in: Kommentar FinfraG (Fn. 15), Art. 126 N. 4; *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 126 N. 2.

⁴¹ BGE 130 II 530 E. 4.1.2 S. 539. Tritt hingegen ein Interessenskonflikt auf, hat das betreffende UEK-Mitglied in den Ausstand zu treten (Art. 139 Abs. 1 FinfraG i. V.m. Art. 10 VwVG), vgl. *Barthold/Isler*, in: Kommentar FinfraG (Fn. 15), Art. 126 N. 8; *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 126 N. 10. Eingehend zur Thematik der Interessenskonflikte *Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, 2009, S. 221.

⁴² *Barthold/Isler*, in: Kommentar FinfraG (Fn. 15), Art. 126 N. 8; *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 126 N. 4. Anders im Fall der FINMA, siehe Art. 9 Abs. 2 FINMAG.

⁴³ Siehe dazu *Emmenegger/Bigler*, Liber amicorum pour Henry Peter, 2019, S. 177, 185.

⁴⁴ Siehe *Emmenegger/Bigler*, Liber amicorum pour Henry Peter, 2019, S. 177, 185.

⁴⁵ Siehe *Emmenegger/Bigler*, Liber amicorum pour Henry Peter, 2019, S. 177, 186f.

Größere Verzögerungen gab es bei der Umsetzung der Vorgabe, Mitglieder aus dem Kreis der Anlegerschaft zu bestellen. Die erste Vertreterin wurde erst 2008 ernannt;⁴⁶ dabei ist es bislang geblieben.

4. Kompetenzen

a) Kommission

Die UEK verfügt über eine weitgehende Regulierungskompetenz. Sie erlässt unter anderem die Übernahmeverordnung, sie kann ihre Praxis in Rundschreiben festlegen und sie kann Mitteilungen und Stellungnahmen publizieren.⁴⁷ Ihre Überwachungs- und Umsetzungskompetenz übt sie mittels Verfügung aus.⁴⁸

Der UEK kommen zudem weitgehende Untersuchungskompetenzen zu. Neben den Parteien sind namentlich auch Personen und Gesellschaften zur Auskunftserteilung und zur Herausgabe von Unterlagen verpflichtet, die Parteistellung haben können.⁴⁹ Letzteres erlaubt es der UEK, bei Verdacht auf nicht offengelegte Absprachen zwischen der Anbieterin und einem Dritten einzugreifen.⁵⁰

Weiter verfügt die UEK über Eingriffskompetenzen. Erhält sie Kenntnis von Verletzungen des Übernahmerechts, sorgt sie für die Wiederherstellung des ordnungsgemäßen Zustandes und für die Beseitigung der Missstände.⁵¹ Beispiele sind die Anpassung des Zeitplans für ein Angebot,⁵² die Ergänzung der Angebotsdokumente,⁵³ die Beauftragung einer Prüfstelle,⁵⁴ oder die Einreichung von Bewertungsgutachten.⁵⁵ Grundsätzlich ist die UEK auch befugt, eine Strafandrohung von Art. 292 StGB auszusprechen.⁵⁶ Sodann brachte die im Jahr 2009 erlangte Verfügungskompetenz⁵⁷ die Befugnis der UEK mit sich, rechtskräftige

⁴⁶ Tätigkeitsbericht UEK 2009, 14 (es handelte sich um Susanne Haury von Siebenthal).

⁴⁷ Art. 65 UEV i. V. m. Art. 131 lit. g FinfraG.

⁴⁸ Art. 138 Abs. 1 FinfraG.

⁴⁹ Art. 138 Abs. 2 FinfraG (bis 31.12.2015: Art. 33a Abs. 2 aBEHG). *Tschäni/Diem/Wolf*, GesKR 2009, 88. Siehe dazu beispielhaft UEK-Empfehlung 0294/03 i. S. *SIG Holding AG* vom 14.11.2006 E. 1.2.3.

⁵⁰ *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), N. 5 zu Art. 138 FinfraG.

⁵¹ Art. 138 Abs. 3 FinfraG.

⁵² Art. 8 Abs. 1, 14 Abs. 2 und 4, 48 Abs. 5 UEV. *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 138 N. 7.

⁵³ Art. 25 Abs. 3 UEV. *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 138 N. 7.

⁵⁴ Art. 29 Abs. 3 UEV; UEK-Verfügung 630/03 i. S. *Gategroup Holding AG* vom 22.11.2017 E. 3 Rn. 28. *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 138 N. 7.

⁵⁵ UEK-Verfügung 403/02 i. S. *Harvanne Cmpanie de participations industrielles et financières SA* vom 16.3.2009 Ziff. 3 Urteilsdispositiv.

⁵⁶ *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 138 N. 7.

⁵⁷ Siehe Art. 33a Abs. 1 a BEHG, unveränderte Überführung in Art. 138 Abs. 1 FinfraG per 1.1.2016 (SR 958.1).

Verfügungen zu vollstrecke und dazu die im VwVG vorgesehenen Vollstreckungsmittel zu verwenden.⁵⁸

Schließlich kann die UEK bei Vorliegen hinreichender Anhaltspunkte, dass eine Person ihrer Angebotspflicht nicht nachkommt, bis zur Klärung und gegebenenfalls Erfüllung der Angebotspflicht das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte dieser Person suspendieren und ihr verbieten, direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten weitere Aktien oder Erwerbs- oder Veräußerungsrechte bezüglich Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben.⁵⁹

b) Sekretariat

Das Sekretariat verfügt über ein Antragsrecht gegenüber der Kommission.⁶⁰ Konkret bedeutet dies, dass das Sekretariat im Zusammenhang mit einzelnen Übernahmetransaktionen den Verfügungsentwurf dem zuständigen Ausschuss im Sinne eines Antrags zustellt. In der Praxis wird allerdings der Entwurf als *Entwurf* diskutiert; entsprechend kommt es auch nicht zu einer Annahme oder Ablehnung des Antrags.

Dem Sekretariat obliegt zudem der Vollzug der Entscheide der UEK. Es verkehrt zu diesem Zweck mit den Beteiligten, den Dritten und den Behörden direkt.⁶¹

Schließlich kann das Sekretariat Auskünfte über die Auslegung des FinfraG und der einschlägigen Ordnungsbestimmungen erteilen.⁶² Diese Auskünfte binden die Übernahmekommission allerdings nicht.⁶³ In der Praxis werden die Auskünfte meist nach Rücksprache mit dem Präsidenten erteilt.

Insgesamt ergibt sich aus der Arbeitsteilung zwischen dem Präsidenten, dem Sekretariat und den Mitgliedern der UEK ein maßgeblicher Einfluss des Präsidenten und des Sekretariats auf die Praxis der UEK.

III. Von der Empfehlungs- zur Verfügungskompetenz

I. Empfehlungskompetenz

a) Kommission für Regulierungsfragen

Der Übernahmekodex war ein reines Selbstregulierungswerk der Schweizer Börsen. Die Kommission für Regulierungsfragen besaß keinerlei Hoheit über ihre

⁵⁸ Art. 39 ff. VwVG. *Tschäni/Diem/Wolf*, GesKR 2009, 87, 88 f.

⁵⁹ Art. 135 Abs. 5 lit. a und b FinfraG. Die Stimmrechtssuspendierung führte zu zahlreichen Verfügungen in der Sache *SHL Telemedicine*. Siehe insb. Verfügung 0672/04 i. S. *SHL Telemedicine Ltd.* vom 1.9.2018, bestätigt durch FINMA, Verfügung vom 23.11.2018, bestätigt durch BVGer Urteil B-6879/2018 und B-6887/2018, beide vom 29.5.2019 (insb. E. 6). Alle Urteile sind verfügbar unter <www.takeover.ch>.

⁶⁰ Art. 55 Abs. 2 UEV.

⁶¹ Art. 55 Abs. 2 UEV.

⁶² Art. 55 Abs. 4 UEV.

⁶³ Art. 55 Abs. 5 UEV.

Regulierungsadressaten, also die Anbieterinnen und die Zielgesellschaften. Für die Einhaltung des Kodex wurden allerdings zwei Instrumente eingesetzt, die sich in der damaligen Zeit durchaus als effektiv erwiesen:

Das erste Instrument war das *Naming and Shaming*: Bei einer Verletzung des Kodex richtete die Kommission ihre Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheidungen nicht nur an die Anbieterin und an die Zielgesellschaft, sondern auch an die Börsen und deren Mitglieder (die Banken).⁶⁴ Zudem wurden die Entscheidungen in der Schweizerischen Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (SZW) publiziert. In einem Land wie der Schweiz mit seinen kleinteiligen Verhältnissen war diese „Prangerwirkung“ ein nicht zu unterschätzender Durchsetzungsmechanismus.⁶⁵ Hinzu kam, dass die Kommission aus Vertretern der wirtschaftlich vernetzten Wissenschaft (Prof. Alain Hirsch, Genf; Prof. Peter Forstmoser, Zürich) und den zentralen Industriezweigen der Schweiz bestand (Banken, Versicherungen, Pharma), und zudem auch die wichtigen Industriestandorte (Basel, Genf und Zürich) vertreten waren.⁶⁶

Das zweite Instrument bestand in einer Hebel-Regulierung: Die Börsenmitglieder, also die Ring-Banken, verpflichteten sich, an keinem Angebot mitzuwirken, das dem Kodex nicht entsprach, z. B. als Beauftragte der Anbieterin, als Geldgeber oder als Zahlstelle.⁶⁷ Auch empfahl die Schweizerische Bankiervereinigung ihren Mitgliedbanken die Einhaltung des Kodex.⁶⁸ Derjenige Industriezweig, ohne den eine Übernahme kaum durchführbar war, wurde so zur Einhaltung des Kodex verpflichtet.

b) Übernahmekommission

Obwohl die UEK nicht als private Einrichtung, sondern – aufgrund ihrer Einsetzung durch das BEHG – als eidgenössische Kommission eingerichtet wurde, war sie bis Anfang 2009 nicht befugt, Verfügungen zu erlassen. Ihre Kompetenz beschränkte sich vielmehr auf die Abgabe von Empfehlungen, denen keine bindende Wirkung zukam (Art. 23 Abs. 3 aBEHG).

Die Entscheidung, der UEK lediglich Empfehlungskompetenz zuzusprechen, wurde vor dem Hintergrund gefällt, dass damit die Anwendung des Verwaltungsverfahrensgesetzes (VwVG) umgangen werden konnte.⁶⁹ Stein des Anstoßes bil-

⁶⁴ Art. 9.2. Übernahmekodex.

⁶⁵ Siehe dazu auch *Bernet* (Fn. 14), 39; *Tschäni*, Unternehmensübernahmen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., 1991, § 4 Rn. 28.

⁶⁶ Zur personellen Zusammensetzung der Kommission für Regulierungsfragen siehe *Peter*, SZW 1990, 158 Fn. 22; *Emmenegger/Bigler*, *Liber amicorum pour Henry Peter*, 2019, S. 177, 181.

⁶⁷ Art. 9.3 Übernahmekodex.

⁶⁸ *Tschäni* (Fn. 65), § 4 Rn. 27.

⁶⁹ *Läser/von der Crone*, SZW 2008, 356, 363; *Tschäni/Iffland/Diem*, in: *Basler Kommentar FINMAG/FinfraG* (Fn. 20), Art. 138 N. 1; *Tschäni/Diem/Iffland/Gabarthüel*, *Öffentliche Kaufangebote*, 3. Aufl., 2014, Rn. 219. Nach Art. 1 VwVG betrifft das Gesetz Bundesverwal-

dete insbesondere die Parteistellung, die bei Anwendung des VwVG grundsätzlich jedem Aktionär einer Zielgesellschaft zugekommen wäre.⁷⁰ Die fehlende Verfügungskompetenz hatte den Vorteil eines schlanken Verfahrens, das auch Raum ließ für eine pragmatische Verfahrensführung, einschließlich informeller Gespräche mit den Parteien. Der Nachteil bestand darin, dass die effektive Verfahrensherrschaft bei der EBK in ihrer Funktion als Börsenaufsichtsbehörde lag.⁷¹ Lehnte eine Partei die Empfehlung ab oder kam sie ihr nicht nach, so musste die UEK dies melden, damit die EBK eine Verfügung erlassen konnte.⁷²

2. Verfügungskompetenz

a) Neuordnung der Finanzmarktaufsicht (FINMAG)

Im Zuge der Neuordnung der Finanzmarktaufsicht unter dem FINMAG⁷³ unterzog man auch die Behördenorganisation im Übernahmewesen einer Überprüfung. Dabei stellte man fest, dass als Folge der Revision der Bundesrechtspflege und der dort vorgesehenen Schaffung eines Bundesverwaltungsgerichts die Beibehaltung der Empfehlungskompetenz der UEK zu einem vierstufigen Instanzenzug führen würde (UEK, EBK/FINMA, Bundesverwaltungsgericht, Bundesgericht). Das wäre dem Praxisbedürfnis nach einem raschen definitiven Entscheid nicht mehr gerecht worden. Mit der Zuweisung der Verfügungskompetenz an die UEK konnte der Instanzenzug auf drei Instanzen reduziert werden (UEK, FINMA, Bundesverwaltungsgericht).⁷⁴ Die Verfügungskompetenz der UEK wurde per 1.1.2009 in Art. 33a Abs. 1 aBEHG verankert und per 1.1.2016, im Zeitpunkt der Einführung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG), unverändert in Art. 138 Abs. 1 FinfraG überführt.

Mit der neu gewonnenen Verfügungskompetenz der UEK gelangte – im Unterschied zur bisherigen Rechtslage und trotz der befürchteten Komplexitätssteigerung des Übernahmeverfahrens – nunmehr grundsätzlich das VwVG zur Anwendung.⁷⁵ Angesichts der gewichtigen finanziellen Interessen, die in solchen Verfahren auf dem Spiel stehen, rechtfertigt sich das auch in der Sache.⁷⁶ Im Übernahmerecht wurden allerdings eigene Verfahrensvorschriften verankert, die

tungsbehörden, welche die Möglichkeit haben, Verfügungen zu erlassen. Eingehend zur UEK-Empfehlung *Hirsch*, SZW Sondernummer 1997, 71, 75 f.; *Senn*, AJP 1997, 1177, 1183 f.

⁷⁰ Gemäß Art. 6 VwVG hat eine Person Parteistellung, deren Rechte und Pflichten die Verfügung *berührt*. Zum Problem des weiten Parteibegriffs gemäß VwVG in Übernahmeverfahrens siehe *Tschäni/Diem/Wolf*, GesKR 2009, 87, 88; *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Basler Kommentar FINMAG/FinfraG (Fn. 20), Art. 138 N. 1; *Tschäni/Diem/Iffland/Gabarthüel* (Fn. 69), Rn. 219.

⁷¹ *Bernet* (Fn. 14), S. 122.

⁷² Art. 23 Abs. 4 aBEHG.

⁷³ Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) vom 22.6.2007, SR 956.1, in Kraft per 1.1.2009.

⁷⁴ Siehe dazu *Botschaft FINMAG*, BBl 2005, 2850. Im geltenden Organisationsrecht des Bundes ist die UEK eine dezentrale Verwaltungseinheit i. S. v. Art. 8 Abs. 4 RVOG.

⁷⁵ Art. 139 Abs. 1 FinfraG (bis 31.12.2015: Art. 33b Abs. 1 aBEHG).

⁷⁶ *Schenker* (Fn. 41), S. 229.

den Bestimmungen des VwVG vorgehen (*lex specialis* und *lex posterior*) und die den Besonderheiten des Übernahmeverfahrens Rechnung tragen.⁷⁷ So definiert das FinfraG namentlich den Parteibegriff für das Verfahren vor der UEK enger als das VwVG,⁷⁸ und die Bestimmungen des VwVG über den Fristenstillstand finden keine Anwendung.⁷⁹

Schließlich hat sich mit der Stärkung der UEK auch die Funktion der FINMA verändert, die nunmehr die Oberaufsicht über die UEK wahrnimmt und nicht länger die Verfahrensherrschaft innehat.⁸⁰ Mit der Verankerung einer formellen Rechenschaftspflicht der UEK gegenüber der FINMA wurde diese Funktion der Oberaufsicht gestärkt.⁸¹

b) Verstärkte Gestaltungsrolle infolge der Verfügungskompetenz?

Mit der neuen Verfügungskompetenz verband sich aus der Sicht des Gesetzgebers eine allgemeine Aufwertung der Übernahmekommission.⁸² Dazu gehörte einerseits, dass die UEK nicht auf die Verfügungen der Aufsichtsbehörde angewiesen war. Andererseits sah man in der Formalisierung des Verfahrens einen Legitimationsgewinn für die Entscheidungen der UEK, der zu einer Reduktion der Beschwerden an die nächsthöhere Instanz führen sollte.⁸³

Zweifellos hat die Verfügungskompetenz der UEK eine größere Schlagkraft verliehen; gerade bei unfreudlichen Übernahmen ist es ein Vorteil, wenn sie nicht auf die Verfügungen der Aufsichtsbehörde angewiesen ist, sondern sie eigenständig für die Parteien Verbindlichkeiten schaffen kann. Für die Frage der Gestaltungsrolle der UEK im Hinblick auf das materielle Übernahmerecht ist aber vor allem der zweite Aspekt von Bedeutung: Wenn mit den Verfügungen der UEK eine großer Akzeptanz verbunden ist, so bedeutet dies, dass die UEK einen größeren Einfluss auf die Rechtsentwicklung im Übernahmerecht hat.

⁷⁷ *Botschaft FINMAG*, BBl 06.017, S. 2905 f.; *Blaas*, Entstehung und Nachweis der angebotspflichtigen Gruppe, 2016, Rn. 673; *Tschäni/Diem/Iffland/Gabarthüel* (Fn. 69), Rn. 220.

⁷⁸ Art. 139 Abs. 2 und Abs. 3 FinfraG, die Art. 6 VwVG vorgehen. Parteistellung haben der Anbieter, die Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln, und die Zielgesellschaft. Einzelne Aktionäre haben lediglich Parteistellung, wenn es sich um sogenannte qualifizierte Aktionäre handelt, die 3 % oder mehr der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten (Abs. 3). Hingegen richtet sich die Beschwerdelegitimation vor der FINMA nach den Bestimmungen des VwVG (Art. 48 Abs. 1 VwVG), vgl. *Tschäni/Iffland/Diem*, in: *Basler Kommentar FINMAG/FinfraG* (Fn. 20), Art. 140 N. 4a.

⁷⁹ Art. 139 Abs. 4 FinfraG (bis 31.12.2015: Art. 33b Abs. 4 aBEHG).

⁸⁰ Art. 126 Abs. 4 FinfraG; Art. 23 Abs. 4 aBEHG.

⁸¹ *Botschaft FINMAG*, BBl 06.017, S. 2904.

⁸² *Botschaft FINMAG*, BBl 06.017, S. 2850; *Läser/von der Crone*, SZW 2008, 356, 363; *Tschäni/Diem/Wolf*, GesKR 2009, 87, 88. Die Neuerung wurde aber durchaus auch kritisch gesehen, insbesondere bestand die Auffassung, das „alte“ Empfehlungssystem habe gut funktioniert. So etwa *Tschäni/Diem/Wolf*, GesKR 2009, 87, 95.

⁸³ *Botschaft FINMAG*, BBl 06.017, S. 2850; *Tschäni/Diem/Iffland/Gabarthüel* (Fn. 69), Rn. 226; *Läser/von der Crone*, SZW 2008, 356, 363.

Die These, wonach die Verfügungskompetenz die Gestaltungsrolle der UEK im Übernahmerecht stärkt, weil ihre Rechtsauffassung häufiger das „letzte Wort“ bildet, lässt sich allerdings nicht belegen. Denn es zeigen sich bezüglich der Akzeptanz ihrer Entscheide kaum Unterschiede zwischen der Empfehlungs- und der Verfügungsphase. Von 1998 bis 2008 wurden insgesamt 28 Empfehlungen der UEK an die EBK weitergezogen, was einem Prozentsatz von 6,4 % entspricht.⁸⁴ Von 2009 bis 2018 wurden 17 Verfügungen angefochten, entsprechend einem Prozentsatz von 6,09 %.⁸⁵ Die Akzeptanz ist also gleichbleibend hoch.⁸⁶ Allerdings ist zu bedenken, dass allein schon der enge zeitliche Rahmen, dem ein Übernahmeverfahren im Regelfall unterworfen ist, die Hürde für die Anfechtung hoch legt.

Keine Aussagekraft für die Frage nach einer verfügungsbedingten Rollenveränderung der UEK hat der Vergleich zwischen der Anzahl Empfehlungen und der Anzahl Verfügungen. In der Empfehlungsphase (1998 bis 2008) erließ die UEK 438 Empfehlungen, in der bislang abgeschlossenen Verfügungsphase (2009 bis 2018) erließ sie 263 Verfügungen. Ausschlaggebend ist für die Anzahl der Entscheide ist der Übernahmemarkt, der vor der Finanzkrise einen Höhepunkt erlebte (in der Schweiz namentlich von 2005 bis 2008), und der nach der Finanzkrise einbrach. Der starke Schweizer Franken bewirkt auch noch über zehn Jahre nach der Krise, dass Schweizer Unternehmen für ausländische Investoren sehr teuer sind.

Keine Veränderung hat die Verfügungskompetenz bei der Transparenz der Entscheidpraxis der UEK bewirkt. Die Entscheide wurden seit jeher veröffentlicht, worauf noch näher einzugehen sein wird.

IV. Formelle Gestaltungskompetenz (ÜbernahmeVO)

Als Fachbehörde kommt der UEK einerseits über ihre Entscheidpraxis, aber auch über die – vorgängigen und häufig informellen – Gespräche mit den beteiligten Parteien eine bedeutsame Gestaltungskompetenz zu. Darüber hinaus verfügt sich aber auch über eine weitgehende Verordnungskompetenz. Die Gestaltungsmacht der UEK ist also nicht nur materieller, sondern auch – und vor allem – formeller Natur.

⁸⁴ Alle Entscheide und deren Prozessverlauf sind auf der Website der UEK aufgeschaltet, siehe <www.takeover.ch>. Insgesamt waren es 438 Empfehlungen.

⁸⁵ Alle Entscheide und deren Prozessverlauf sind auf der Website der UEK aufgeschaltet, siehe <www.takeover.ch>. Ab 2009 sind die statistischen Angaben zusätzlich in den Tätigkeitsberichten publiziert. Insgesamt waren es 246 Verfügungen. Nimmt man den Stand 09/2019, sind es 363 Verfügungen und 17 Beschwerden (= 4,6 %). Das liegt nicht zuletzt an der Sache *SHL Telemedicine SA*, die 9 Verfügungen und zwei Beschwerden generierte.

⁸⁶ Die Akzeptanz der UEK-Empfehlungen wird auch von der Botschaft hervorgehoben, siehe *Botschaft FINMAG*, BBl 2005, 2850.

1. Übernahmerecht als Rahmengesetzgebung

Die Börsengesetzgebung war von Beginn weg als Rahmengesetzgebung konzipiert. Das Gesetz sollte nur die wichtigsten Eckpunkte enthalten. Das zeigt sich auch am Umfang: Das FinfraG enthält lediglich 18 Bestimmungen zum Übernahmerecht (Art. 125–141 FinfraG).⁸⁷ Davon enthalten 10 Bestimmungen materielles Übernahmerecht. Sie regeln folgende Fragen: Pflichten des Anbieters, Prüfung des Angebots, Rücktrittsrecht, Veröffentlichung des Ergebnisses, Pflichten der Zielgesellschaft, Konkurrierende Angebote, Meldepflicht (für qualifizierte Aktionäre), Angebotspflicht, Ausnahmen von der Angebotspflicht, Kraftloserklärung (*squeeze out*). Anzuführen ist, dass die meisten Bestimmungen knapp formuliert sind und nur die wichtigsten Leitplanken enthalten.

Atypisch für die schweizerische Gesetzgebung ist, dass dem Bundesrat, der im Regelfall ein Gesetz durch eine oder mehrere Verordnungen konkretisiert, Übernahmesachen keine nennenswerte Gestaltungsrolle übernimmt. Die bundesrätliche Verordnung (FinfraV) enthält lediglich sechs einschlägige Bestimmungen (Art. 116–121 FinfraV). Diese enthalten eine Konkretisierung zur Kraftloserklärung von Beteiligungspapieren (*squeeze out*), im Übrigen werden dort (erstmalig) die gesetzlichen Grundlagen für die Gebührenordnung der UEK gelegt.

Auch der FINMA kommt in Übernahmesachen keine wirklich entscheidende Gestaltungsrolle zu. Die FinfraV-FINMA enthält 19 Bestimmungen zum Übernahmerecht (Art. 30–48 FinfraV-FINMA). Sie konkretisieren Einzelfragen im Zusammenhang mit der Angebotspflicht, der Ausnahmen von der Angebotspflicht und der Ermittlung des Angebotspreises.

2. Weitgehende Verordnungskompetenz der UEK

Der Großteil der Regeln im Übernahmewesen ist in der Verordnung der Übernahmekommission (UEV) enthalten, die durch vier Rundschreiben weiter konkretisiert wird. Die Verordnung ist rein zahlenmäßig (71 Bestimmungen) umfangreicher als die Summe der Bestimmungen, die der Gesetzgeber, der Bundesrat und die FINMA erlassen haben. Das FinfraG enthält in Art. 131 eine Generalklausel, die der UEK für eine Vielzahl von Fragen die Verordnungskompetenz überträgt.⁸⁸ Sodann enthalten zahlreiche Grundsatzbestimmungen auf Gesetzesebene eine Delegationskompetenz an die UEK.

Als Beispiel für das Zusammenspiel können die Pflichten des Anbieters dienen. Das FinfraG hält in Art. 127 folgende Grundsätze fest: Der Anbieter muss das Angebot mit wahren und vollständigen Informationen im Prospekt veröffentlichen (Abs. 1); er muss die Besitzerinnen und Besitzer von Beteiligungspapieren

⁸⁷ So bereits das BEHG, das 12 Artikel zum Übernahmerecht enthielt (Art. 22–33 BEHG).

⁸⁸ Stichwortartig: Voranmeldung des Angebots; Inhalt und Veröffentlichung des Angebotsprospekts und Angebotsbedingungen; Regeln der Lauterkeit für öffentliche Kaufangebote; Prüfung des Angebots durch eine Prüfstelle; Angebotsfrist, Widerruf und Rücktrittsfristen; Handeln in gemeinsamer Absprache mit Dritten, UEK-Verfahren.

ren derselben Art gleich behandeln (Abs. 2); die Pflichten des Anbieters gelten für alle, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln (Abs. 3). Diese Eckpunkte konkretisiert die UEV in weiteren 14 Bestimmungen.⁸⁹

V. Materielle Gestaltungskraft

1. Einfluss auf den Gesetzgebungsprozess

Die UEK ist als Fachbehörde zu den Vernehmlassungen bei den einschlägigen Gesetzgebungsverfahren eingeladen und reicht in dieser Funktion ihre Stellungnahmen ein. Ausnahmsweise ergreift sie auch die Initiative für eine Gesetzesänderung. Dies geschah prominent im Fall der Abschaffung der sogenannten Kontrollprämie.

Die Kontrollprämie war im (ersten) Börsengesetz von 1995 als Kompromissvorschlag eingebracht worden, um genügend Stimmen für die damals heftig umstrittene Angebotspflicht zu gewinnen.⁹⁰ Das Gesetz erlaubte ausdrücklich, dass im Vorfeld eines öffentlichen Kaufangebots ein höherer Preis bezahlt wurde als im Angebot selbst. Zulässig war eine maximale Prämie von 25 % bzw. 33 1/3 %.⁹¹ Im Laufe der Jahre sorgte die Kontrollprämie immer wieder für Aufmerksamkeit, und – im Zuge von skandalträchtigen Übernahmen – für Empörung.⁹² Als im Zuge der Neuordnung der Finanzmarktaufsicht das Übernahmerecht einer Beurteilung unterzogen wurde, schlug die UEK die Abschaffung der Kontrollprämie vor.⁹³ Bemerkenswert ist dabei, dass sie nicht nur die amtlichen Kanäle nutzte, sondern auch in Fachzeitschriften ihr Anliegen prominent platzierte.⁹⁴ Dieser Vorschlag wurde vom Finanzdepartement in eine öffentliche Anhörung geschickt.

⁸⁹ Art. 9, 9a, 9b, 10–12, 17, 19, 20–25 UEV.

⁹⁰ Siehe dazu *Bernet* (Fn. 14), S. 62 ff.; *Thévenoz/Roos*, SZW 2011, 612, 617.

⁹¹ Gemäß Art. 32 Abs. 4 aBEHG musste der Preis des Angebots mindestens dem Börsenkurs entsprechen und er durfte höchstens 25 % unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hatte. Die Anbieterin konnte also gewissen Aktionären eine Prämie von 25 % bezahlen. Aus der Sicht eines Publikumsaktionärs bedeutete dies eine Prämie von 33 1/3 % (vorangehender Erwerb: 1000; Angebotspreis: 750; Zuschlag von 250 im Verhältnis zu 750: 33 1/3 %).

⁹² Eine Schlüsselrolle spielte insbesondere die Übernahme der Quadrant AG durch die Aquamit AG. Bei dieser Übernahme beteiligten sich vier Verwaltungsräte der Quadrant an Aquamit, wobei sie ihre eigenen Quadrant-Aktien als Sacheinlage einbrachten und teilweise an Aquamit verkauften. Sie erhielt dafür die maximale Kontrollprämie, obwohl diese Aktien gar keine Kontrolle über die Quadrant AG verschafften. Für eine Kurzbeschreibung der Quadrant-Affaire siehe *Thévenoz/Roos*, SZW 2011, 612, 619, m. w. H.

⁹³ Memorandum der schweizerischen Übernahmekommission an das Eidgenössische Finanzdepartement EFD, Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF), Leiterin Rechtsdienst EFD, Frau Dina Beti, vom 21. I. 2011, abrufbar unter <www.takeover.ch>, Rechtsgrundlagen, Vernehmlassungen und Anhörungen. Für eine Kurzfassung siehe auch *Thévenoz/Roos*, SZW 2011, 612, 615.

⁹⁴ *Thévenoz/Roos*, SZW 2011, 612 ff. Luc Thévenoz war zu dieser Zeit Präsident der Übernahmekommission, Lukas Roos war Rechtskonsulent bei der Übernahmekommission.

Der Bundesrat beschloss in der Folge, den Vorschlag in den Gesetzesentwurf zum neuen FinfraG aufzunehmen, bzw. ausdrücklich die Gleichbehandlung der Angebotsempfänger zu statuieren.⁹⁵ Der Vorschlag wurde vom Parlament gutgeheißen.⁹⁶

2. Öffentlichkeit der Entscheide

a) Veröffentlichungspraxis

Die UEK prägt das Übernahmerecht sehr wesentlich durch ihre Praxis, die sie seit jeher veröffentlicht. Die Webseite der UEK führt alle Entscheide seit ihrer Einsetzung auf.⁹⁷ Insgesamt handelt es sich um 648 Empfehlungen und Verfügungen;⁹⁸ nicht mitgezählt sind die Rückkaufverfahren, die gemäß dem Rundschreiben der UEK im Meldeverfahren freigestellt sind.⁹⁹ Schon die Kommission für Regulierungsfragen publizierte ihre (nicht bindenden) Entscheide in der SZW.¹⁰⁰ Diese Tradition wurde beibehalten, bis die Webseite aufgeschaltete wurde. Noch immer berichtet die UEK in der SZW regelmäßig über ihre Praxis.

Das Gesetz formulierte die Öffentlichkeit der Verfügungen der UEK als „Kann“-Bestimmung.¹⁰¹ Die UEV konkretisiert diese Bestimmung in dem Sinne, dass die UEK ihre Praxis publiziert.¹⁰² Seit 2007 veröffentlicht die UEK nicht nur ihre Entscheide auf der Webseite, sondern auch einen jährlichen Tätigkeitsbericht.¹⁰³ Dort werden sowohl die publizierten als auch die nicht publizierten Entscheide aufgeführt. Die Tätigkeitsberichte weisen für den Zeitraum von 2007 bis 2018 eine Gesamtzahl von 325 publizierten und 19 nicht publizierten Entscheiden aus.

Bei den nicht publizierten Entscheiden handelt es sich in der großen Mehrheit um solche, bei denen im Hinblick auf eine geplante Transaktion ein Gesuch um Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht (z.B. keine angebotspflichtige Gruppe) eingereicht wurde, die Transaktion dann aber nicht oder anders struk-

⁹⁵ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes, BBl 2011, 6883. Gesetzesvorschlag eines neu gefassten Art. 32 Abs. 4 in BBl 2011, 6916.

⁹⁶ Siehe Art. 32 Abs. 2 und 4, BG vom 28.9.2012, AS 2013 1103.

⁹⁷ Die erste aufgeführte Entscheidung datiert vom 17.12.1997.

⁹⁸ Zeitraum von 1998 bis 10.6.2019.

⁹⁹ Sind die Voraussetzungen des Rundschreibens erfüllt, so können die Rückkaufprogramme im Meldeverfahren an die UEK erledigt werden; sie sind dann von den (ordentlichen) Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote ausgenommen. Siehe UEK Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme, vom 27.1.2013 (Stand: 1.1.2016).

¹⁰⁰ In der Zeit von 1989 bis 1997 (Kommission für Regulierungsfragen) wurden die Entscheide jeweils in der SZW publiziert. Siehe SZW 1990, 207 ff.; 1992, 37 ff.; 1993, 68 ff.; 1994, 130 ff.; 1995, 186 ff.; 1996, 181 ff.; 1997, 109 ff. In ihrer Tätigkeitszeit hat die Kommission für Regulierungsfragen über sechzig Übernahmeangebote geprüft, siehe *Hirsch*, SZW Sondernummer 1997, 71, 72.

¹⁰¹ Art. 138 Abs. 2 FinfraG. So bereits Art. 23 Abs. 3 BEHG.

¹⁰² Art. 65 UEV. So bereits Art. 3 Abs. 4 UEV-UEK.

¹⁰³ Die Tätigkeitsberichte sind auf der Webseite der UEK <www.takeover.ch> abrufbar.

turiert durchgeführt wurde. Grund für die nicht oder anders durchgeführte Transaktion war in den allermeisten Fällen eine abschlägige Entscheidung der UEK.¹⁰⁴

Die Veröffentlichung praktisch aller Entscheide begünstigt nicht nur die Konsistenz der Entscheidpraxis, sondern sie stärkt auch die Rolle der UEK als Gestaltungskraft in der Rechtsfortbildung des Übernahmerechts.

b) Rückkoppelung mit dem Ordnungsrecht

Die Übernahmeverordnung wurde seit ihrem erstmaligen Erlass (1998, UEV-UEK) mehrmals revidiert. Dabei zeigt sich auch, dass die Praxis der UEK teilweise in die Neufassungen der UEK-Verordnungen eingeflossen ist. Es sind aber meist keine grundlegenden Änderungen, sondern vielmehr Präzisierungen des Verordnungstextes. Beispielhaft können folgende Fälle erwähnt werden:

- Art. 4 der UEV-UEK vom 21.7.1997 (Erstfassung) sah vor, dass die UEK auf Gesuch hin Ausnahmen von einzelnen Bestimmungen der Verordnung gewähren kann. Die UEK präziserte in verschiedenen Entscheiden, dass sie Ausnahmen auch von Amtes wegen gewähren kann.¹⁰⁵ Diese Entscheidpraxis floss in die revidierte Verordnung vom 21.8.2008 ein. Ausdrücklich erwähnt ist nunmehr auch die Freistellung von den ordentlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Rahmen eines Rückkaufprogramms (Art. 4 Abs. 2 UEV, Fassung vom 21.8.2008); damit wird die Praxis bestätigt, wonach Rückkaufprogramme den Regeln über öffentliche Kaufangebote unterstellt sind.¹⁰⁶
- Art. 8 der UEV-UEK (Erstfassung vom 21.7.1997) sah vor, dass die UEK von der Regelfrist von sechs Wochen für die Publikation des Angebots (ab Voranmeldung) namentlich dann abweichen kann, wenn die Bewilligung einer Behörde eingeholt werden muss. In der Fassung vom 21.8.2008 wurde aufgrund der Entscheidpraxis der UEK die Ausnahmepraxis erweitert, indem die UEK von der Regelfrist abweichen kann, wenn überwiegende Interessen dies rechtfertigen.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Persönliche Erfahrung der Autorin, die von 2005 bis 2017 Mitglied und Vizepräsidentin der UEK war. Mögliche Sonderkonstellationen können anhand des folgenden Beispiels erläutert werden. In der Situation eines Konkurrenzangebots verlangt die Konkurrentin eine Ergänzung des Angebotsprospekts um die Angabe, dass der andere Konkurrent strafrechtlich verurteilt worden sei. Hier wäre eine Abwägung zwischen dem Persönlichkeitsschutz und der Transparenz im Übernahmeverfahren zu treffen. Zugunsten des Persönlichkeitsschutzes wäre zu entscheiden, wenn die Tat lange zurück liegt und der Eintrag im Strafregister bereits gelöscht wurde. Beispiel in Anlehnung das Geschäft in Verfügung 550/01 i. S. *Victoria-Jungfrau Collection AG* vom 7.11.2013. Siehe auch „Der Ungezähmte“, Handelszeitung, 23.1.2014.

¹⁰⁵ Praxis gemäß UEK-Empfehlungen I bis III i. S. *Converium Holding AG* vom 20.4., 7.5. und 25.5.2007 (Verlängerung der Karenzfrist); UEK-Empfehlung i. S. *Axantis Holding AG* vom 13.11.2000 E. 4 (Verkürzung der Frist zur Veröffentlichung des Berichts des Verwaltungsrats).

¹⁰⁶ Praxis gemäß UEK-Empfehlung 0002/01 *Pharma Vision 2000 AG/BK Vision AG, Stillhalter Vision AG* vom 17.2.1998, bestätigt durch EBK-Verfügung i. S. *Pharma Vision 200 AG, BK Vision AG und Stillhalter Vision AG* vom 4.3.1998, EBK-Bulletin 26/1998, 38 ff.

¹⁰⁷ Praxis gemäß UEK-Empfehlung 108/01 i. S. *Nestal-Maschinen AG* vom 17.8.2001 E. 1.1.

- Gemäß Art. 31 UEV-UEK (Erstfassung vom 21.7.1997) musste der Bericht des Verwaltungsrats unter anderem auf mögliche Interessenkonflikte der Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft hinweisen, wobei einzelne Konstellationen aufgezählt wurden. Vor dem Hintergrund einer Entscheidung wurde eine weitere Fallgruppe hinzugefügt: Der Verwaltungsrat muss darauf hinweisen, ob einzelne Mitglieder des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft Organ oder Arbeitnehmer des Anbieters oder einer Gesellschaft sind, die mit dem Anbieter in einer wesentlichen Geschäftsbeziehung steht (Art. 32 Abs. 2 lit. d UEV, Fassung vom 21.8.2008).¹⁰⁸
- Gemäß Art. 50 Abs. 3 UEV-UEK (Erstfassung vom 21.7.2007) konnte bei einem Konkurrenzangebot das vorhergehende Angebot nicht mehr freiwillig verlängert werden. Zweck der Regel war es, das Verfahren bei Vorliegen eines Konkurrenzangebots nicht übermäßig zu verlängern. Im Rahmen einer Übernahme mit konkurrierenden Angeboten hatte sich allerdings gezeigt, dass der Zweck der Regel nur erreicht werden konnte, wenn auch das Konkurrenzangebot nicht freiwillig, sondern nur mit Zustimmung der UEK verlängert werden kann.¹⁰⁹ Diese Entscheidung wurde im Zuge der Neufassung der UEV vom 21.8.2008 ausdrücklich in der Verordnung verankert (Art. 51 Abs. 3 UEV).

Die Beispiele zeigen, dass die Entscheide der UEK jeweils bei einer Neufassung der Verordnung berücksichtigt wurden. Insofern reflektiert die Verordnung jeweils den Stand der Entscheidpraxis der UEK. Allerdings sollte man angesichts der recht kleinteiligen Änderungen nicht darauf schließen, die UEK habe im Verlauf der Jahre keine „Paukenentscheide“ gefällt; nicht alle Entscheide bedürfen einer ausdrücklichen Verankerung in der Verordnung, oder eignen sich für eine solche Klarstellung.

3. Vorabklärungen und Nachbesserungen

Eine wesentliche Rolle im Übernahmewesen spielt die vorgängige Information und der Austausch der Parteien mit der Kommission, insbesondere mit dem Sekretariat und dem Präsidenten. Regelmäßig findet dieser Austausch vor der Gesuchseinreichung statt. In Ausnahmefällen tritt ein Dreier-Ausschuss zusammen, um vorfrageweise zu beraten. Gleichzeitig ist die UEK in dieser frühen Phase tendenziell offener für Vorschläge und Rechtsmeinungen der Parteien.

Das Ergebnis der Vorabklärung ist in beiden Fällen eine Transaktion, deren Strukturierung die Rechtsauffassung der UEK bereits berücksichtigt. Wird die Transaktion im Anschluss so durchgeführt, so entsteht daraus ein übernahme-rechtliches Narrativ: Die Transaktion wird in der Verfügung der UEK beschrieben und als gesetzeskonform erklärt. Das Öffentlichkeitsprinzip wirkt auf diese Art als Katalysator für die Rechtsauffassung der UEK, indem gutgeheißenen Transaktionen Modellcharakter zukommt.

¹⁰⁸ Praxis gemäß UEK-Empfehlung 0200/01 i. S. *Scintilla AG* vom 30.6.2004 E. 6.2.

¹⁰⁹ UEK-Empfehlung 0294/11 i. S. *SIG Holding AG* vom 29.1.2007, E. 10.2.2.

Selbst nach Einreichung eines Gesuchs können im Rahmen der Vorbereitung für die Ausschuss-Sitzungen oder während der Beratungen noch Fragen oder Bedenken auftauchen, die einer Gutheißung des Gesuchs entgegenstehen könnten, die man aber noch beheben könnte. Das ist insbesondere bei Gesuchen hinsichtlich einer Ausnahme oder des Nichtbestehens einer Angebotspflicht oder bei freundlichen Übernahmen der Fall; bei feindlichen Übernahmen sind Anpassungen sehr viel schwieriger, weil man der Gegenpartei das rechtliche Gehör gewähren muss. Beispiele betreffen die Zusicherungen bei der Finanzierung, Klarstellungen oder Änderungen beim eingereichten Aktionärsbindungsvertrag oder bei der Transaktionsvereinbarung, Änderung oder Streichung von Bedingungen. In dieser späten Phase besteht seitens der Parteien ein hoher Anreiz, den Änderungswünschen der UEK nachzukommen. Eine Diskussion findet angesichts des meist sehr knappen Zeitrahmens nicht statt. Auch hier prägen die Änderungen und Nachbesserungen das übernahmerechtliche Narrativ. Denn auch hier gilt, dass der öffentliche Entscheid und die darin geschilderten Rahmenbedingungen den Modellfall bilden, an dem sich die Parteien eines späteren Übernahmeverfahrens orientieren werden.

Bereits bei den Nachbesserungen und Änderungen wurde angedeutet, dass die Parteien sich zuweilen weniger aus Überzeugung, sondern vielmehr mit Blick auf den engen Zeitrahmen bereit erklären, die Rechtsauffassung der UEK umzusetzen. Auch sonst sind die Verfahren nicht zwingend konsensual. Das liegt schon daran, dass die UEK von sich aus ein Verfahren eröffnen kann, etwa im Hinblick auf eine mögliche versteckte Gruppenbildung. Bei feindlichen Übernahmen kann es zwar vorgängige Abklärungen mit der UEK geben, das ist aber nicht zwingend und erfolgt auch nicht immer.

4. *Regulatory Capture*

Wie oben dargelegt, pflegen das Sekretariat, aber auch der Kommissionspräsident, mit den Parteivertretern einen intensiven Austausch. Den Rahmen bilden einerseits die Vorabklärungen, dann aber auch der enge Zeitplan bei den Transaktionen, die gleichzeitig komplexe Strukturen aufweisen, häufig grenzüberschreitend stattfinden und immer finanziell sensibel sind. Spätabendliche Mailwechsel und Telefonate bilden in solchen Situationen die Regel.

Damit stellt sich allerdings auch die Frage des *Regulatory Capture*, also des Risikos einer fehlenden kritischen Distanz der Übernahmekommission zu den Parteienvertretern. In der Schweiz zeigt sich dieses Problem mit besonderer Deutlichkeit. Nimmt man die Zeit ab der Verfügungskompetenz der UEK als Gradmesser,¹¹⁰ waren in rund zwei Dritteln der Fälle dieselben fünf Anwaltskanzleien

¹¹⁰ Stand: Verfügung 0402/01 i. S. *Esmertec AG* vom 10.2.2009 bis Verfügung 0730/01 vom 28.5.2019 i. S. *Alpiq Holding AG*.

als Parteivertreter an den Verfahren beteiligt.¹¹¹ Innerhalb dieser Kanzleien sind es zudem wenige Spezialisten, welche Übernahmetransaktionen betreuen. Diese verfassen auch den Großteil der Fachliteratur zum Übernahmerecht.

Das Risiko des *Regulatory Capture* lässt sich angesichts dieser Zahlen nicht leicht beheben. Immerhin kann man sagen, dass sich im Ergebnis die negativen Konsequenzen in Grenzen halten. Im Gegensatz zu anderen Gebieten des Finanzmarktrechts, wo die Rollen relativ klar verteilt sind (Bankenvertreter/Bankkundenvertreter), finden sich die Rechtsvertreter in Übernahmesachen je nach Fall auf der Anbieterseite oder auf der Seite der Zielgesellschaft. Das temperiert die Lust auf allzu einseitige Rechtsauffassungen – *they could come back to haunt you!*

¹¹¹ Die Aufteilung lautet wie folgt: Bär & Karrer AG (21,9 %); Lenz und Staehlin (13,6 %), Baker McKenzie (10,6 %); Homburger AG (10,6 %); Niederer Kraft & Frey AG (9,5 %); Walder Wyss AG (3,9 %); In-House Counsel (3,7 %); Kellerhals Carrard Rechtsanwälte (2,4 %); Schellenberg Wittmer AG (1,7 %); Vischer AG (1,5 %). Andere insgesamt (17,7 %). Berechnung erfolgte auf der Grundlage der Angabe der Rechtsvertreter in den Verfügungen.