

Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz

mit besonderer Berücksichtigung
der Übernahmeregelung im Bundesgesetz
über die Börsen und den Effektenhandel BEHG

von
Dr. Stephan N. Frei

Verlag Paul Haupt Bern • Stuttgart • Wien

INHALTSÜBERSICHT

I. Teil: Grundlegung	1
1. Kapitel: Einführung	3
1.1. Darstellung des Themas	3
1.2. Begriffsdefinitionen	6
1.3. Erscheinungsformen von öffentlichen Übernahmeangeboten	16
1.4. Ursachen und Erklärungen von Unternehmensübernahmen	25
1.5. Unternehmensübernahmen als mehrstufiger Prozess	34
1.6. Aktualität des Themas	37
2. Kapitel: Rahmenbedingungen und Praxis der öffentlichen Übernahmeangebote vor Erlass des BEHG	39
2.1. Einleitende Bemerkungen	39
2.2. Allgemeine Bestimmungen im Obligationenrecht	41
2.3. Übernahmerechtlich relevante Änderungen der Aktienrechtsrevision 1991	43
2.4. Anwendung des Schweizerischen Übernahme-Kodex durch die Kommission für Regulierungsfragen	49
2.5. Würdigung des Kodex	70
3. Kapitel: Darstellung rechtlicher Regelungen von öffentlichen Übernahmeangeboten in ausgewählten Ländern	73
3.1. Einleitende Bemerkungen	73
3.2. Die Situation in der Europäischen Union	74
3.3. Die Situation in Grossbritannien	80
3.4. Die Situation in den USA	86
3.5. Zusammenfassung und Folgerungen	90
II. Teil: Analyse von Elementen einer Übernahmeregung	97
4. Kapitel: Konzepte und Ziele einer Übernahmeregung	99
4.1. Grundsätzliches	99
4.2. Grundlegende Konzepte zur Übernahmeregung	113
4.3. Ziele einer Übernahmeregung	121

5. Kapitel: Wesentliche Elemente einer Übernahmeregung	127
5.1. Allgemeines	127
5.2. Offenlegungspflicht	127
5.3. Angebotspflicht	132
5.4. Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft	144
5.5. Preisregelung	148
5.6. Zusammenfassung und Fazit	150
III. Teil: Darstellung und Beurteilung der Übernahmeregung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG)	155
6. Kapitel: Die Übernahmeregung im BEHG	157
6.1. Entstehungsgeschichte	157
6.2. Allgemeines	172
6.3. Zielsetzung des BEHG	177
6.4. Definition des öffentlichen Übernahmeangebotes	179
6.5. Offenlegung von Beteiligungen	181
6.6. Regelungen betreffend öffentlicher Übernahmeangebote	188
6.7. Die Aufgabe der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) als Aufsichtsbehörde	207
6.8. Die Aufgabe der neu vorgeschlagenen Übernahmekommission	208
6.9. Zusammenspiel EBK - Übernahmekommission	209
6.10. Strafbestimmungen	210
6.11. Ausführungsbestimmungen zum BEHG	213
7. Kapitel: Würdigung des BEHG aus übernahmerechtlich relevanter Sicht	217
7.1. Würdigung der Offenlegungspflichten im BEHG	217
7.2. Würdigung der Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote im BEHG	219
7.3. Zusammenfassender Vergleich mit eigenem Vorschlag	225
7.4. Schicksal des Schweizerischen Übernahme-Kodex	228
7.5. Erwartete Entwicklungen seitens der betroffenen Unternehmen	229
7.6. Zusammenfassung und Ausblick	232
Anhänge	237

INHALTSVERZEICHNIS

I. Teil: Grundlegung

1. Kapitel: Einführung

r		3
1.1.	Darstellung des Themas	3
1.1.1.	Ziel der Arbeit	3
1.1.2.	Gliederung der Arbeit	5
1.1.3.	Abgrenzung	5
1.1.4.	Verwendete Quellen	6
1.2.	Begriffsdefinitionen	6
1.2.1.	Begriff der Unternehmensübernahme	10
1.2.2.	Begriff des öffentlichen Übernahmeangebotes	16
1.3.	Erscheinungsformen von öffentlichen Übernahmeangeboten	18
1.3.1.	Freundliche und unfreundliche Angebote	21
1.3.2.	Voll- und Teilangebote	22
1.3.3.	Bar- und Tauschangebote	23
1.3.4.	Freiwillige und obligatorische Angebote	24
1.3.5.	Angebote vor und nach Kontrollerlangung	25
1.4.	Ursachen und Erklärungen von Unternehmensübernahmen	25
1.4.1.	Ursachen von Unternehmensübernahmen	28
1.4.2.	Erklärungen von Unternehmensübernahmen	31
1.4.2.1.	Wertmaximierende Erklärungen	32
1.4.2.2.	Wertmindernde Erklärungen	33
1.4.3.	Zusammenfassung	34
1.5.	Unternehmensübernahmen als mehrstufiger Prozess	37
1.6.	Aktualität des Themas	

2. Kapitel: Rahmenbedingungen und Praxis der öffentlichen Übernahmeangebote vor Erlass des BEHG 39

2.1.	Einleitende Bemerkungen	39
2.2.	Allgemeine Bestimmungen im Obligationenrecht	41
2.3.	Übernahmerechtlich relevante Änderungen der Aktienrechtsrevision 1991	43
2.3.1.	Pflicht zur Bekanntgabe von bedeutenden Aktienpaketen	44
2.3.2.	Neuordnung der Vinkulierung von Namenaktien	45

2.4.	Anwendung des Schweizerischen Übernahme-Kodex durch die Kommission für Regulierungsfragen	49
2.4.1.	Durch die Kommission für Regulierungsfragen beurteilte Angebote	49
2.4.2.	Grundsatzentscheidungen der Kommission für Regulierungsfragen	63
2.4.3.	Dem Übernahme-Kodex nicht unterworfenen Kontrollwechsel	65
2.5.	Würdigung des Kodex	70
3.	Kapitel: Darstellung rechtlicher Regelungen von öffentlichen Übernahmeangeboten in ausgewählten Ländern	73
3.1.	Einleitende Bemerkungen	73
3.2.	Die Situation in der Europäischen Union	74
3.2.1.	Einleitung	74
3.2.2.	Beteiligungsinformationsrichtlinie von 1988	75
3.2.3.	Geänderter Richtlinienentwurf betreffend Übernahmeangebote von 1990	75
3.2.3.1.	Allgemeines	75
3.2.3.2.	Grundsätze und Anwendungsbereich	76
3.2.3.3.	Inhalt des Richtlinienentwurfs	77
3.2.4.	Zusammenfassung und Stand	78
3.3.	Die Situation in Grossbritannien	80
3.3.1.	Grundsätzliches	80
3.3.2.	Zielsetzung und Grundsätze	81
3.3.3.	Inhalt des City Code	83
3.3.4.	Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (SARs)	84
3.3.5.	Zusammenfassung	85
3.4.	Die Situation in den USA	86
3.4.1.	Allgemeines	86
3.4.2.	Bundesstaatliche Regelungen	86
3.4.3.	Einzelstaatliche Regelungen	88
3.4.4.	Zusammenfassung	90
3.5.	Zusammenfassung und Folgerungen	90

! Teil:	Analyse von Elementen einer Übernahmeregung	97
Kapitel:	Konzepte und Ziele einer Übernahmeregung	99
	Grundsätzliches	99
4.1.1.	Einbezug ökonomischer Argumente	99
	4.1.1.1. Zur ökonomischen Analyse des Rechts	100
	4.1.1.2. Effiziente Ressourcenverteilung als Oberziel	100
4.1.2.	Besitzverhältnisse bei kotierten schweizerischen Unternehmen	101
4.1.3.	Feststellung des Handlungsbedarfs	104
	4.1.3.1. Übervorteilung und Ausbeutung des Aktionärs	105
	4.1.3.2. Verzerrung der Entscheidungsprozesse	106
4.1.4.	Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften vs. Normierung	106
4.1.5.	Angleichung an ausländisches Recht (EU)	112
42.	Grundlegende Konzepte zur Übernahmeregung	113
4.2.1.	Neoklassischer Ansatz	113
4.2.2.	Agency theory	114
4.2.3.	Effizienter Kapitalmarkt	116
4.2.4.	Kontrollprämie	117
4.2.5.	Markt für Unternehmenskontrolle	118
4.3.	Ziele einer Übernahmeregung	121
4.3.1.	Allgemeines	121
4.3.2.	Schutz des Investors	121
4.3.3.	Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte	122
4.3.4.	Transparenz	123
4.3.5.	Gleichbehandlung	123
4.3.6.	Weitere Ziele	125
5. Kapitel:	Wesentliche Elemente einer Übernahmeregung	127
5.1.	Allgemeines	127
5.2.	Offenlegungspflicht	127
5.3.	Angebotspflicht	132
	5.3.1. Grundsätzliches	132
	5.3.2. Ausbeutung des Minderheitsaktionärs	135
	5.3.3. Behinderung des Marktes für Unternehmenskontrolle	137
	5.3.4. Mögliche Lösung	137

5.4.	Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft	144
5.4.1.	Abwehrmassnahmen	144
5.4.2.	Informationspflichten	147
5.5.	Preisregelung	148
5.5.1.	Kontrollprämie	148
5.5.2.	Preisunterschiede zwischen Kategorien von Beteiligungspapieren	149
5.6.	Zusammenfassung und Fazit	150
5.6.1.	Fehlen eindeutiger Aussagen aus der ökonomischen Analyse	150
5.6.2.	Rechtsentwicklung durch Opting in	151
5.6.3.	Skizze einer möglichen Übernahmeregung	152
III. Teil:	Darstellung und Beurteilung der Übernahmeregung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG)	155
6. Kapitel:	Die Übernahmeregung im BEHG	157
6.1.	Entstehungsgeschichte	157
6.1.1.	Vorschlag Villiger	158
6.1.2.	Studiengruppe Börsenwesen des Eidgenössischen Finanzdepartements	159
6.1.3.	Expertengruppe Hirsch	161
6.1.4.	Vernehmlassung	164
6.1.5.	Alternativvorschlag der Schweizerischen Bankiervereinigung und des Vororts für ein separates Gesetz	166
6.1.6.	Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG)	167
6.1.7.	Stellungnahme der Banken und Börsen zur Botschaft	168
6.1.8.	Behandlung in den Eidgenössischen Räten	169
6.1.9.	Chronologie der Regulierungsbestrebungen	171
6.2.	Allgemeines	172
6.2.1.	Einordnung ins Kapitalmarktrecht der Schweiz	173
6.2.2.	Rahmengesetz	174
6.2.3.	Verfassungsmässigkeit	174
6.2.4.	Selbstregulierung	175

6.3.	Zielsetzung des BEHG	177
6.3.1.	Allgemein	177
6.3.2.	Aus Sicht der öffentlichen Übernahmeangebote	177
6.4.	Definition des öffentlichen Übernahmeangebotes	179
6.5.	Offenlegung von Beteiligungen	181
6.5.1.	Meldepflicht	181
6.5.1.1.	Funktion der Meldepflicht	181
6.5.1.2.	Eintreten der Meldepflicht	182
6.5.2.	Informationspflicht	185
6.5.3.	Ausführungsbestimmungen	186
6.5.4.	Praktische Bedeutung der Offenlegungspflichten	187
6.6.	Regelungen betreffend öffentlicher Übernahmeangebote	188
6.6.1.	Überblick	188
6.6.2.	Geltungsbereich	190
6.6.2.1.	Allgemeines	190
6.6.2.2.	Opting out	192
6.6.3.	Pflichten des Anbieters	193
6.6.4.	Pflichten der Zielgesellschaft	195
6.6.5.	Konkurrierende Angebote	198
6.6.6.	Meldepflicht während der Dauer der Angebotsfrist	198
6.6.7.	Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere	199
6.6.8.	Angebotspflicht	202
6.6.8.1.	Anwendungsbereich und Inhalt	202
6.6.8.2.	Ausnahmen von der Angebotspflicht	205
6.6.8.3.	Mindestpreis bei Angebotspflicht	206
6.7.	Die Aufgabe der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) als Aufsichtsbehörde	207
6.8.	Die Aufgabe der neu vorgeschlagenen Übernahmekommission	208
6.9.	Zusammenspiel EBK - Übernahmekommission	209
6.10.	Strafbestimmungen	210
6.10.1.	Verletzung von Meldepflichten	211
6.10.2.	Pflichtverletzung durch die Zielgesellschaft	212
6.11.	Ausführungsbestimmungen zum BEHG	213
6.11.1.	Verordnung des Bundesrates	213
6.11.2.	Verordnung der Aufsichtsbehörde (Eidgenössische Bankenkommission)	214
6.11.3.	Verordnung der Übernahmekommission	214

7. Kapitel: Würdigung des BEHG aus übernahmerechtlich relevanter Sicht	217
7.1. Würdigung der Offenlegungspflichten im BEHG	217
7.1.1. Allgemeines	217
7.1.2. Meldeschwellen	218
7.1.3. Erweiterte Meldepflicht	219
7.2. Würdigung der Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote im BEHG	219
7.2.1. Allgemeines	219
7.2.2. Verfahrens- und Verhaltensregeln	220
7.2.3. Angebotspflicht	221
7.2.3.1. Grenzwert	222
7.2.3.2. NichtUnterstellung durch Opting out	223
7.2.3.3. Wechsel von Unterstellung / Nicht-Unterstellung	224
7.3. Zusammenfassender Vergleich mit eigenem Vorschlag	225
7.4. Schicksal des Schweizerischen Übernahme-Kodex	228
7.5. Erwartete Entwicklungen seitens der betroffenen Unternehmen	229
7.5.1. Positionierungen vor Inkrafttreten des Gesetzes	229
7.5.2. Unterstellung Angebotspflicht / Opting out	231
7.6. Zusammenfassung und Ausblick	232
Anhänge	237
Abkürzungsverzeichnis	239
Materialienverzeichnis	243
Literaturverzeichnis	247
Abbildungsverzeichnis	261
Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995	263
Übernahme-Kodex der Schweizer Börse	285
Übersicht über die wichtigsten öffentlichen Übernahmeangebote betreffend Schweizer Gesellschaften vom September 1989 bis Dezember 1994	305
Anträge Villiger zum Aktienrecht: "Öffentliches Übernahmeangebot"	323
Fragebogen der EU-Kommission über die Regeln im Falle von Übernahmeangeboten (vom 25. Juni 1993)	325