

Aus der neueren Praxis der Übernahmekommission

Therese Amstutz

Zusammenfassung

Der Artikel beleuchtet eine Auswahl in den letzten zwei Jahren ergangener Verfügungen der Übernahmekommission (UEK).

Im Rahmen eines Angebots einer Gesellschaft an ihre Namenaktionäre zum Umtausch der nicht kotierten Namenaktien in kotierte Inhaberaktien hatte die UEK zu entscheiden, ob überhaupt ein öffentliches Kaufangebot im Sinne des Übernahmerechts vorlag. Dies war nicht der Fall, da der Kreis der Angebotsempfänger aus lediglich 31 Personen bestand, welche überdies ihr Verhalten untereinander koordinieren konnten (Ziff. 2). In zwei weiteren Verfügungen befasste sich die UEK mit der Frage, ob die Beherrschung des jeweiligen Anbieters durch die Anlagestiftung einer Grossbank bzw. durch einen Kanton dazu führte, dass die Grossbank bzw. der Kanton als Person in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter zu qualifizieren waren. Die UEK verneinte dies in beiden Fällen und zwar mangels gesetzlicher und regulatorischer Grundlagen für eine solche Einflussnahme (Grossbank) bzw. mangels Einflussnahme im konkreten Fall (Kanton) (Ziff. 3.1 und 3.2). Sodann bestätigte die UEK ihre Praxis, wonach Andienungsverpflichtungen grundsätzlich nicht und Stimmbindungsverpflichtungen nicht zwingend zum Handeln in gemeinsamer Absprache führen (Ziff. 3.3 und 3.4). Die UEK erhielt ferner in zwei Fällen Gelegenheit, ihre Praxis zu Mängeln bei der Voranmeldung weiter zu entwickeln. Im einen Fall kam sie zum Schluss, dass eine aus technischen Gründen um eine knappe halbe Stunde verspätete Publikation der Voranmeldung deren Wirkung nicht beeinträchtigte (Ziff. 4.1). Im anderen Fall qualifizierte sie eine Pressemitteilung zu einem geplanten Kaufangebot trotz Angabe des Preises nicht als Voranmeldung, deutete aber eine Verschärfung der diesbezüglichen Praxis an (Ziff. 4.2). In diversen Verfügungen äusserte sich die UEK zu Fragestellungen betreffend den Mindestpreis und vor allem zur Best Price Rule. So bestätigte sie die Anwendung der Best Price Rule auch auf dem Angebot nicht unterliegende, nicht kotierte Titel (Ziff. 5.2) und die Nichtanwendung auf Aktien, welche die Zielgesellschaft während der Geltungsdauer der Best Price Rule ausgeben wollte (Ziff. 5.3). Weiter stellte die UEK klar, dass eine Ausgleichszahlung gemäss Art. 105 FusG im Rahmen einer Barabfindungsfusion der Best Price Rule unterliege, sofern der Fusionsvertrag während deren Geltungsdauer unterzeichnet worden sei (Ziff. 5.4). So dann bejahte die UEK die Frage, ob Deckungskäufe von eigenen Aktien durch

die Zielgesellschaft zwecks Erfüllung von Pflichten aus einem Mitarbeiterbeteiligungsplan von der Best Price Rule ausgenommen werden könnten (Ziff. 5.5). Sie verneinte jedoch eine Ausnahme von der Best Price Rule bei der Barabgeltung von Planansprüchen (Ziff. 5.6). In ihren Verfügungen zum öffentlichen Tauschangebot in Sachen Panalpina hat die UEK ferner zur Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative und zur Transaktionsmeldepflicht sowie allfälligen Ausnahmen davon bei Transaktionen im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsplänen Stellung bezogen. Mit Bezug auf die Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative gewährte die UEK - analog zur Situation bei der Best Price Rule - für Deckungskäufe der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit deren Beteiligungsplänen eine Ausnahme (Ziff. 6.1), dies galt jedoch - wie ebenfalls schon bei der Best Price Rule - nicht für Barabgeltungen von Ansprüchen aus solchen Plänen (Ziff. 6.2). Bezüglich der Meldepflicht konnte die UEK für Veräusserungstransaktionen eine Ausnahme gewähren (Ziff. 7.1), während dies bei Erwerbstransaktionen (Deckungskäufen) nicht möglich war (Ziff. 7.2). In mehreren Entscheiden befasste sich die UEK mit den übernahmerechtlichen Vorgaben an den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, insb. ging es um die Frage, ob vor der Angebotsveröffentlichung beschlossene aber nachher vollzogene Transaktionen zum Aktiv- oder Passivbestand der Zielgesellschaft Abwehrmassnahmen darstellen. Die UEK bejahte dies grundsätzlich (Ziff. 8.1). Im Weiteren erklärte sie eine Exklusivitätsvereinbarung als unzulässig, mit der sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gegenüber dem Anbieter zeitlich und sachlich eingeschränkt hatte, allfällige Konkurrenzangebote anzunehmen (Ziff. 8.2). Schliesslich beurteilte die UEK in zwei Verfügungen einen Illiquiditätsabschlag von 15% bzw. 5.7% bei der Fairness Opinion angesichts des Ausmasses der Illiquidität der betroffenen Titel und der Höhe der Beteiligung des Anbieters als zulässig (Ziff. 8.3).

1. Einleitung

Die in den letzten Monaten bei der UEK anhängig gemachten Verfahren betrafen namentlich Fragestellungen zum Vorliegen eines öffentlichen Kaufangebots (Definitionsmerkmal der Öffentlichkeit), zum Handeln in gemeinsamer Absprache, zur Voranmeldung, zur Best Price Rule, zur Transaktionsmeldepflicht und zur Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative sowie auch zu einigen übernahmerechtlichen Vorgaben an den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft.

Nachfolgend werden einige Aspekte aus den entsprechenden Verfügungen näher erläutert.

2. Wann gilt ein Kaufangebot als öffentlich?

Ein Angebot zum Kauf oder Tausch von Beteiligungspapieren, das sich öffentlich an die Inhaber dieser Beteiligungspapiere richtet, welche mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert bzw. hauptkotiert sind, unterliegt grundsätzlich den Vorschriften zum Übernahmerecht (Art. 125 Abs. 1 FinfraG). Als "öffentlich" gilt ein solches Angebot nach Lehre und Praxis der UEK, wenn es in öffentlich zugänglichen Medien publiziert wird oder – bei anderweitiger Verbreitung – der Adressatenkreis so gross ist, dass keine Möglichkeit zur Koordination des Verhaltens unter den Adressaten mehr besteht.¹ So erachtete die UEK im Jahr 2000 ein Schreiben an 80 Fachhändler der kotierten Intersport PSC Holding AG mit dem Angebot zum Kauf von PSC Holding AG-Aktien als öffentlich.² Gleich entschied die UEK sechs Jahre später, als die Anbieterin im öffentlichen Tauschangebot für die sich im Publikum befindenden Aktien der Berna Biotech AG 64 bis 87 Optionsberechtigte individuell anschreiben wollte, um mit jedem einen separaten Kaufvertrag über seine Optionen abzuschliessen.³

In der Verfügung in Sachen Vetropack Holding AG hat die UEK diese Praxis bestätigt und dahingehend präzisiert, dass es nicht ausschliesslich auf die Grösse des Adressatenkreises ankomme sondern auch auf die Beziehungen unter den Adressaten. Je enger diese Beziehung sei, desto eher könne die Koordinationsmöglichkeit bejaht werden. Im Weiteren hielt die UEK fest, dass das individuelle Schutzbedürfnis der Adressaten keine Rolle spiele. Folglich qualifizierte sie ein geplantes Angebot der Vetropack Holding AG (Vetropack) an 29 Mitglieder einer Familie und zwei von diesen Familienmitgliedern beherrschten juristischen Personen zum Tausch ihrer nicht kotierten Namenaktien in kotierte Inhaberaktien der Vetropack als nicht öffentlich.⁴ Das Übernahmerecht war damit auf das geplante Angebot nicht anwendbar.⁵

¹ Verfügung 757/01 i.S. Vetropack Holding AG vom 25. Februar 2020, Rz 2.

² Empfehlung 70/03 i.S. Intersport PSC Holding AG vom 11. August 2000, E. 1.4; Verfügung 757/01 i.S. Vetropack Holding AG vom 25. Februar 2020, Rz 3.

³ Empfehlung 260/03 vom 10. Februar 2006 i.S. Berna Biotech AG, E., 2.4; Verfügung 757/01 i.S. Vetropack Holding AG vom 25. Februar 2020, Rz 3.

⁴ Verfügung 757/01 i.S. Vetropack Holding AG vom 25. Februar 2020, Rz 4 ff.

⁵ Verfügung 757/01 i.S. Vetropack Holding AG vom 25. Februar 2020, Rz 7.

3. Handeln in gemeinsamer Absprache

3.1 Keine Beherrschung einer Anlagestiftung durch Stifter für Zwecke des Handelns in gemeinsamer Absprache

In gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handeln Personen, die hinsichtlich des Unterbreitens eines öffentlichen Kaufangebots und dessen Bedingungen ihr Verhalten koordinieren und sich über das Angebot und über dessen Bedingungen geeinigt haben.⁶ Personen in gemeinsamer Absprache treffen teilweise dieselben übernahmerechtlichen Pflichten wie den Anbieter (namentlich betreffend Transparenz-, Gleichbehandlungs- und Meldepflichten), und ihre Beteiligungen an der Zielgesellschaft werden der Beteiligung des Anbieters hinzugerechnet (Art. 12 Abs. 1 und 3 UEV).

Als Personen in gemeinsamer Absprache gelten u.a. auch die den Anbieter beherrschenden Aktionäre.⁷

Im Fall Alpiq Holding AG trat eine 100%-ige Tochtergesellschaft der Credit Suisse Anlagestiftung als Anbieterin auf. Es stellte sich die Frage, ob die Konzernmuttergesellschaft Credit Suisse Group AG (CSG) und deren Konzerngesellschaften Personen in gemeinsamer Absprache seien. Eine Beherrschung der Anlagestiftung, und damit der Anbieterin, durch die CSG war aber aufgrund der gesetzlichen und regulatorischen Grundlagen der Stiftung ausgeschlossen. Der Stiftungsrat setzte sich gemäss den Stiftungsstatuten zwingend aus einer Mehrheit von Anlegervertretern zusammen. Zudem war die Stiftung nach Gesetz und statutarischem Zweck sowie nach der Konzeption des BVG eine separate Einheit und damit von der CSG unabhängig. Somit verneinte die UEK ein Handeln in gemeinsamer Absprache, obwohl Gesellschaften der CSG aufgrund von Delegationsvereinbarungen umfassende Dienstleistungen für die Anlagestiftung erbrachten und zwei von vier Verwaltungsratsmitgliedern der Anbieterin (inkl. VRP) zugleich Managing Partners der mit dem Investment Management der Anlagestiftung betrauten Credit Suisse Energy Infrastructure Partner AG waren, welche zu 55% von der CSG und zu 45% von den betreffenden Managing Partners gehalten wurde.⁸

3.2 Öffentliche Hand als Person in gemeinsamer Absprache

Im öffentlichen Kaufangebot der Basler Kantonalbank an die Aktionäre der Bank Cler AG bekräftigte die UEK ihre Praxis zum Handeln in gemeinsamer Absprache

⁶ Verfügung 670/01 vom 28. August 2017 i.S. ImmoMentum AG, E. 2.1.

⁷ Verfügung 679/01 in Sachen Hügli Holding AG, vom 23. Februar 2018, E. 4, Rz. 10-11; Verfügung 0756/01 i.S. Pargesa Holding SA vom 13. Februar 2020, Rz 54.

⁸ Verfügung 730/02 i.S. Alpiq Holding AG vom 9. Juli 2019, Rz 15.

im Sinne von Art. 11 UEV bei öffentlich-rechtlichen Anteilshabern eines Anbieters.

Es stellte sich die Frage, ob der Kanton Basel-Stadt als alleiniger Inhaber des Dotationskapitals der Basler Kantonalbank mit Bezug auf deren öffentliches Kaufangebot i.S. Bank Cler AG als Person in gemeinsamer Absprache zu qualifizieren war.

Da öffentlich-rechtliche Körperschaften häufig von Gesetzes wegen eine Mehrheitsbeteiligung an einem Anbieter halten müssen, jedoch von ihren Beherrschungsmöglichkeiten nicht immer entsprechend Gebrauch machen, prüft die UEK das Vorliegen einer gemeinsamen Absprache in diesen Fällen anhand weiterer Kriterien. So gilt eine öffentlich-rechtliche Körperschaft mit einer Mehrheitsbeteiligung am Anbieter erst dann als Person in gemeinsamer Absprache, wenn sie auf die Übernahme der Zielgesellschaft oder die vorgelagerten Entscheide tatsächlich Einfluss nimmt oder allgemein auf die Strategie des Anbieters einwirkt.⁹

Der Kanton Basel-Stadt hat zwar eine Eignerstrategie bezüglich der Basler Kantonalbank erlassen, deren Umsetzung obliegt jedoch dem Bankrat, in welchem keine Magistratsperson wählbar ist. Der Entscheid über die Lancierung des öffentlichen Kaufangebots wurde durch die Aufsichts- und Geschäftsführungsorgane der Bank getroffen. Gegenüber dem Kanton bestand lediglich eine Konsultations- und Meldepflicht. Unter diesen Umständen erachtete die UEK den Kanton Basel-Stadt nicht als Person in gemeinsamer Absprache mit der Basler Kantonalbank.¹⁰

Zum gleichen Ergebnis, wenn auch aus anderen Gründen, gelangte die UEK mit Bezug auf eine vom französischen Staat beherrschte Gesellschaft im Fall CEVA Logistics AG: Zusammen mit einer staatlichen französischen Finanzierungsgesellschaft kontrolliert der französische Staat die Gesellschaft Bpifrance Participations. Diese hielt eine sogenannte Governance-Vorzugsaktie am Anbieter. Gestützt darauf konnte sie ein Verwaltungsratsmitglied entsenden, dem bei gewissen strategischen Gesellschaftsbeschlüssen (insb. Geschäftspläne, Budget und Investitionsentscheide) ein Vetorecht zustand.¹¹ Dieses Vetorecht genügte der UEK nicht, die Bpifrance Participations und damit den französischen Staat als Person in gemeinsamer Absprache zu qualifizieren.¹²

⁹ Verfügung 0624 / 02 i.S. Syngenta AG vom 7. März 2016, Rz 11.

¹⁰ Verfügung 699/01 i.S. Bank Cler AG vom 31. Juli 2018, Rz 9.

¹¹ Verfügung 711/02 i.S. CEVA Logistics AG vom 25. Januar 2019, Rz 13.

¹² Verfügung 711/02 i.S. CEVA Logistics AG vom 25. Januar 2019, Rz 13.

3.3 Andienungsverpflichtung und Handeln in gemeinsamer Absprache

Aktionäre der Zielgesellschaft, welche sich verpflichten, ihre Aktien in ein künftiges öffentliches Kaufangebot anzudienen, gelten nach der Praxis der UEK nicht als Personen in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter, sofern sie ihr Verhalten im Übrigen nicht mit dem Anbieter koordinieren oder Einfluss auf die Modalitäten und Bedingungen des Angebots nehmen.¹³

In ihrer ersten Verfügung zum öffentlichen Kaufangebot der DSV A/S an die Aktionäre der Panalpina Welttransport (Holding AG (Panalpina)) verfeinerte die UEK diese Praxis, indem sie andienende Aktionäre auch dann nicht als Personen in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter qualifizierte, wenn sie sich diesem gegenüber in der Andienungsvereinbarung zusätzlich verpflichteten, während der Dauer der Best Price Rule keine Aktien der Zielgesellschaft oder sich darauf beziehende Finanzinstrumente zu erwerben.¹⁴ Solche weiteren Verpflichtungen dienten lediglich dazu, Risiken der Best Price Rule und der Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative zu vermeiden. Allerdings würde der Erwerb von Titeln der Zielgesellschaft durch nicht in gemeinsamer Absprache handelnde Personen ja die Best Price Rule und die Pflicht zur Anbietung einer Baralternative gerade nicht tangieren (Art. 12 Abs. 1 lit. b UEV e contrario), womit auch keine entsprechenden Risiken zu vermeiden wären.

3.4 Handeln in gemeinsamer Absprache im Sinne der Angebotspflicht – Bedeutung von Stimmbindungsvereinbarung

Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓ % der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, muss für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft ein Angebot unterbreiten (Angebotspflicht im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG)¹⁵.

In gemeinsamer Absprache im Sinne der Angebotspflicht handelt, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft mit Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen abstimmt (Art. 33 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA). Nach bundesgerichtlicher Praxis wird eine gemeinsame Absprache angenommen, wenn der gemeinsame Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft deren Beherrschung objektiv ermöglicht

¹³ Verfügung 0726/01 i.S. Panalpina Welttransport (Holding) AG vom 29. April 2019, Rz 2.

¹⁴ Verfügung 0726/01 i.S. Panalpina Welttransport (Holding) AG vom 29. April 2019, Rz 4ff.

¹⁵ Vorbehalten bleiben eine gültige Opting out- oder Opting up-Klausel in den Statuten (Art. 125 Abs. 3 und Art. 135 Abs. 1 FinfraG) oder ein Ausnahmetatbestand (Art. 136 FinfraG).

und aufgrund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass eine Beherrschung angestrebt wird.¹⁶

In ihrer Verfügung in Sachen MCH Group AG hat nun die UEK ihrerseits ihre Praxis bestätigt, wonach blosse Stimmbindungsvereinbarungen bezüglich der Vertretung im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht zwingend eine solche gemeinsame Absprache zu deren Beherrschung darstellten. Dies gilt namentlich dann, wenn es - wie im Fall MCH Group AG - darum geht, für die Vertragsparteien eine analoge, der jeweiligen Beteiligungshöhe entsprechende Verwaltungsratsvertretung sicherzustellen.¹⁷

4. Fragestellungen zur Voranmeldung

4.1 Verspätete Publikation der Voranmeldung

Anbieter können ihr öffentliches Kaufangebot vor Publikation des Prospekts voranmelden. Die Voranmeldung muss die Parteien, den Angebotsgegenstand, den Angebotspreis, die Veröffentlichungsfristen und die Angebotsdauer sowie allfällige Bedingungen nennen (Art. 5 UEV). Neben diesen inhaltlichen Vorschriften macht die Übernahmeverordnung auch Vorgaben zum Veröffentlichungsverfahren (Art. 6 und 7 UEV). Wird ein Angebot vorangemeldet, muss der Prospekt inert sechs Wochen publiziert werden, wobei Änderungen bei den Konditionen nur vorgenommen werden dürfen, wenn sie sich gesamthaft gesehen zugunsten der Angebotsempfänger auswirken (Art. 8 Abs. 1 und 2 UEV).

Der Zeitpunkt der Voranmeldung ist einerseits massgebend für den Beginn diverser Pflichten des Anbieters und der mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen, namentlich die Meldepflicht und die Best Price Rule, andererseits aber auch für die Berechnung und damit auch das "Einfrieren" des Mindestpreises sowie das Verbot bestimmter Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft (Art. 8 Abs. 3 UEV). Bei nicht ordnungsgemässer Veröffentlichung der Voranmeldung gelten die den Anbieter belastenden Wirkungen, d.h. die genannten Pflichten, sofort, während die für ihn nützlichen Effekte des "Einfrierens" des Mindestpreises und des Verbots bestimmter Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft erst mit der ordnungsgemässen Publikation wirksam werden.¹⁸

¹⁶ BGE 130 III 530 ff, E. 6.5.7.

¹⁷ Verfügung 765/01 i.S. MCH Group AG vom 13. Juli 2020, Rz 33 und 41.

¹⁸ Vgl. dazu Dieter Gericke/Karin Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2.A., 2020, N 15 zu Art. 7 UEV, mit Hinweisen auf die Praxis der UEK.

Gemäss Art. 7 Abs. 2 UEV muss die Voranmeldung mindestens 90 Minuten vor Handelsbeginn oder nach Handelsschluss auf der Website des Anbieters oder einer für das Angebot bestimmten Website veröffentlicht werden. Im Fall der an der SIX Swiss Exchange kotierten Aktien der Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. war die Voranmeldung vom 13. März 2019 auf der fraglichen Website erst um 7.58 Uhr (statt spätestens um 7.30 Uhr) zugänglich.¹⁹ Es stellte sich somit die Frage, ob alle – und nicht nur die den Anbieter belastenden – Wirkungen der Voranmeldung am 13. März 2019 eingetreten waren. Da der Anbieter in der Folge glaubhaft darlegen konnte, dass der Grund für die Verspätung (ein technischer Defekt) unverschuldet und zudem spät (erst um 5 Uhr morgens) aufgetreten war sowie alle übrigen formalen und inhaltlichen Voraussetzungen der Voranmeldung erfüllt und negative Folgen für die Angebotsempfänger unwahrscheinlich waren, erachtete die UEK die Voranmeldung trotz der verspäteten Publikation als in jeder Hinsicht wirksam am 13. März 2019 erfolgt.²⁰

4.2 Pressemitteilung als Voranmeldung?

Im öffentlichen Kaufangebot der CMA CGM S.A. an die Aktionäre der CEVA Logistics AG publizierte die Anbieterin am 25. Oktober 2018 eine Pressemitteilung, in welcher sie das Angebot ankündigte und die Parteien, den Angebotsgegenstand sowie den Angebotspreis nannte. Gleichzeitig hielt sie in einem Disclaimer fest, dass es sich dabei noch nicht um die Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV handle. Die Voranmeldung wurde erst am 26. November 2018 publiziert.

Die UEK machte klar, dass der erwähnte Disclaimer irrelevant sei, wenn die Pressemitteilung im Übrigen die Merkmale einer Voranmeldung enthalte.²¹ Letztlich liess die UEK die Frage, ob die Pressemitteilung als Voranmeldung qualifiziert habe, jedoch offen, da der Angebotsprospekt grundsätzlich den Konditionen der Pressemitteilung entsprach. Er enthielt zwar auch diverse, in der Pressemitteilung nicht aufgeführte Angebotsbedingungen. Hierzu bemerkte die UEK jedoch, die Angebotsempfänger hätten aufgrund der Pressemitteilung nicht in guten Treuen damit rechnen können, dass das Angebot bedingungslos sein werde.²² Da zudem die Anbieterin erst seit dem 4. Mai 2018 (IPO von CEVA Logistics AG) Aktien der Zielgesellschaft erwarb, wären laut UEK die Best Price Rule und die Vorschriften zum Mindestpreis auch eingehalten gewesen, wenn die Pressemitteilung vom 25. Oktober 2018 als Voranmeldung hätte qualifiziert werden müssen. Die UEK machte aber klar, dass sie inskünftig ihre Praxis verschärfen und

¹⁹ Verfügung 724/01 i.S. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. vom 17. April 2019, Sachverhalt D.

²⁰ Verfügung 724/01 i.S. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. vom 17. April 2019, Rz 2.

²¹ Verfügung 711/02 i.S. CEVA Logistics AG vom 25. Januar 2019, Rz 5.

²² Verfügung 711/02 i.S. CEVA Logistics AG vom 25. Januar 2019, Rz 6.

Pressemitteilungen, die ein Angebot ankündigen und den Preis nennen, als Voranmeldung qualifizieren könnte²³, wobei dann bis zur ordnungsgemässen Publikation der Voranmeldung nur die den Anbieter belastenden Wirkungen (Meldepflicht, Best Price Rule) eintreten dürften.

5. Fragestellungen zum Mindestpreis und zur Best Price Rule

5.1 Bestimmung der Liquidität für Mindestpreis bei Handelsfenster von weniger als 12 Monaten

Der Mindestpreis in einem Pflicht- oder Kontrollwechselangebot muss mindestens gleich hoch sein wie der höhere der beiden folgenden Beträge (Art. 135 Abs. 2 FinfraG):

- a) der Börsenkurs;
- b) der höchste Preis, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat (sog. Preis des vorausgegangenen Erwerbs).

Der Börsenkurs ist jedoch nur relevant, wenn die betreffenden Beteiligungspapiere vor der Publikation des Angebots liquid sind. Andernfalls müssen die Titel im Rahmen einer Unternehmensbewertung von einer Prüfstelle bewertet werden (Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA). Laut dem UEK-Rundschreiben Nr. 2: "Liquidität im Sinn des Übernahmerechts" gilt ein Beteiligungspapier als liquid im genannten Sinn, wenn es entweder dem Swiss Leader Index (SLI) angehört oder wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens zehn von zwölf der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.

Da die Aktien der CEVA Logistics AG nicht dem SLI angehörten und im Zeitpunkt der Voranmeldung erst seit sieben vollen Monaten kotiert waren, stellte sich die Frage, wie deren Liquidität zu beurteilen sei. Die UEK hielt zwar fest, dass die Regelung ihres Rundschreibens Nr. 2 mangels ausreichend langem Handelsfenster nicht anwendbar war. In Anbetracht des Umstandes, dass der monatliche Median in allen sieben Monaten seit Kotierung deutlich über dem Wert von 0.04% des Free Float lag, erachtet die UEK die Aktien der CEVA Logistics AG trotzdem

²³ Verfügung 711/02 i.S. CEVA Logistics AG vom 25. Januar 2019, Rz 7.

als liquid.²⁴ Somit musste für die Bestimmung des Mindestpreises keine Unternehmensbewertung durch eine Prüfstelle vorgenommen werden.

5.2 Anwendung der Best Price Rule auf nicht kotierte, nicht dem Angebot unterliegende Titel?

Erwirbt der Anbieter von der Angebotsveröffentlichung bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft oder sich darauf beziehende Beteiligungsderivate zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis, muss er diesen Preis allen Angebotsempfängern anbieten (Best Price Rule gemäss Art. 10 UEV). Im öffentlichen Angebot in Sachen Alpiq Holding AG hat die UEK den Anwendungsbereich der Best Price Rule bekräftigt und festgehalten, dass diese unabhängig davon gelte, ob die betroffenen Beteiligungspapiere und –derivate kotiert oder überhaupt vom Angebot erfasst sind oder nicht.²⁵ Bei Beteiligungspapieren und –derivaten, die nicht Gegenstand des Angebots sind, gilt die Best Price Rule jedoch nur insofern, als sie sicherstellt, dass deren Erwerb nicht zu einem Preis erfolgt, der über dem Angebotspreis liegt. Die Anwendung der Best Price Rule erfolgt m.a.W. einseitig und schützt nur die Inhaber der vom Angebot erfassten Beteiligungspapiere und –derivate, nicht jedoch die Inhaber der nicht vom Angebot erfassten Titel.²⁶

5.3 Anwendung der Best Price Rule auf neu ausgegebene Zielgesellschaft-Aktien?

Im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der Edmond de Rothschild Holding SA für die sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. plante letztere, nach Angebotsvollzug, aber noch während der Dauer der Best Price Rule, eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Dabei sollte die Anbieterin sämtliche neuen – nicht kotierten und nicht vom Angebot erfassten – Namenaktien mit einem gleichen Nennwert wie die kotierten Inhaberaktien zu einem Ausgabepreis liberieren, der (ex Dividende) dem Angebotspreis entsprach. Nach Auffassung der UEK fiel diese Transaktion nicht unter die Best Price Rule²⁷, obschon sie gemäss ihrer Praxis diese Regel grundsätzlich insofern auch auf nicht vom Angebot erfasste Beteiligungspapiere anwendet, als es zum Schutz der Angebotsempfänger nötig ist.²⁸

²⁴ Verfügung 711/02 i.S. CEVA Logistics AG vom 25. Januar 2019, Rz 23, 24.

²⁵ Verfügung 730/01 i.S. Alpiq Holding AG vom 28. Mai 2019, Rz 25.

²⁶ Verfügung 0623 / 02 i.S. Kuoni Reisen Holding AG vom 30. März 2016, Rz 14.

²⁷ Verfügung 724/01 i.S. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. vom 17. April 2019, Rz 18.

²⁸ Vgl. oben Ziff. 5.2 und Verfügung 623/02 i.S. Kuoni Reisen Holding AG vom 30. März 2016, Rz 12 ff.

Bereits im Jahr 2007 hatte die UEK sodann die Liberierung von Aktien der Zielgesellschaft durch den Anbieter beurteilen müssen. In jenem Fall erfolgte die Kapitalerhöhung ebenfalls nach dem Vollzug, aber noch während der Dauer der Best Price Rule. Zudem lag der Ausgabepreis über dem Angebotspreis. Die UEK erachtete damals die Best Price Rule für anwendbar, jedoch nicht als verletzt. Begründet wurde dies insbesondere mit dem Umstand, dass die neuen Aktien mindestens zum Nennwert ausgegeben werden mussten, der über dem Angebotspreis lag, und die neu ausgegebenen Aktien während der Dauer des Angebots nicht existiert hätten.²⁹

5.4 Barabfindungsfusion während Geltungsdauer der Best Price Rule

Die UEK vertrat bereits seit Langem die Auffassung, dass die Barabfindungsfusion der Zielgesellschaft in eine Gesellschaft des Anbieters im Anschluss an ein öffentliches Kaufangebot der Best Price Rule unterliegt, wenn der Fusionsvertrag während der Restdauer der Best Price Rule, d.h. während den sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist unterzeichnet wird.³⁰ In der Lehre war bisher jedoch umstritten, ob in einem solchen Fall ein erst nach Ablauf der Best Price Rule ergehendes Urteil auf Entrichtung einer Ausgleichszahlung gemäss Art. 105 FusG dazu führen würde, dass allen Angebotsempfängern der sich daraus ergebende höhere Preis zu zahlen sei.³¹ In ihrer Verfügung zum öffentlichen Tauschangebot in Sachen Pargesa Holding SA hat die UEK nun bestätigt, dass dem so ist, sofern der Fusionsvertrag während der Dauer der Best Price Rule unterzeichnet wurde.³²

5.5 Ausnahme von Best Price Rule für Deckungskäufe i.Z.m. Mitarbeiterbeteiligungsplänen

Käufe von eigenen Aktien durch eine Zielgesellschaft, welche mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelt, fallen grundsätzlich unter die Best Price Rule (Art. 12 Abs. 1 lit. b UEV).

Eine Ausnahme von der Einhaltung der Best Price Rule für den Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft kann die UEK gewähren, wenn

- die Zielgesellschaft aus rechtlichen oder ökonomischen Gründen zwingend darauf angewiesen ist, eigene Aktien zu erwerben, um Verpflichtungen aus vorbestehenden Mitarbeiterbeteiligungsplänen nachzukommen und

²⁹ Empfehlung 0314/05 i.S. GNI Global Net International AG vom 28. September 2007, E. 1.3. und 1.4.

³⁰ Empfehlung 0220/02 i.S. Maag Holding AG vom 9. März 2005, E. 1.2, insb. 1.2.1.3.

³¹ Vgl. die Übersicht bei Dieter Gericke/Karin Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2.A., 2020, N 65 ff.

³² Verfügung 756/01 i.S. Pargesa Holding SA vom 13. Februar 2020, E. 5.3, insb. Rz 41 ff.

- diese Mitarbeiterbeteiligungspläne im Zusammenhang mit dem Angebot nicht geändert worden sind.³³

Im öffentlichen Tauschangebot der DSV A/S für die sich im Publikum befindenden Namenaktien der Panalpina gewährte die UEK dieser eine Ausnahme von der Best Price Rule für Deckungskäufe von eigenen Aktien zur Erfüllung von Verpflichtungen unter den bestehenden Panalpina-Aktienplänen, vorausgesetzt die durch die Deckungskäufe erworbenen Titel würden im bisherigen Rahmen und aufgrund vorbestehender Kriterien zugeteilt bzw. übertragen.³⁴

5.6 Keine Ausnahme von Best Price Rule bei Barabgeltung von Planansprüchen

Die Best Price Rule ist auch zu beachten, wenn Ansprüche auf Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft (z.B. Optionen) etwa im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsplans bar abgegolten werden. Dabei darf der bezahlte Abgeltungspreis nicht über dem Angebotswert der Aktien im Zeitpunkt der Abgeltung liegen (sog. Umrechnungsregel).³⁵

Die Panalpina beantragte eine Ausnahme von der Best Price Rule für den Fall, dass sie den Anteilnehmern anstelle der Lieferung von Panalpina-Aktien eine Barabgeltung zahlen würde. Die UEK lehnte dieses Begehren mit der Begründung ab, dass eine Barabgeltung im Gegensatz zu Deckungskäufen, welche den Kursschwankungen der betroffenen Titel unterworfen seien, stets im Einklang mit der Best Price Rule erbracht werden könne.³⁶

6. Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative (Barangebotspflicht)

6.1 Ausnahme von Barangebotspflicht bei Deckungskäufen

Falls der Anbieter in einem freiwilligen Tauschangebot zwischen der Angebotsveröffentlichung und dem Vollzug Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen bar erwirbt, muss er den Angebotsempfängern eine Baralternative anbieten (Art.

³³ Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 10.

³⁴ Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 13 f.

³⁵ Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 19 und 6. Die Kursschwankungen der Aktien der Zielgesellschaft werden allerdings nur bis zum Vollzug berücksichtigt. D.h. der für die Best Price Rule massgebende Angebotswert dieser Titel wird am Vollzugsdatum fixiert.

³⁶ Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 21 f.

9a Abs. 1 UEV). Personen in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter haben diese Regel ebenfalls zu beachten (Art. 12 Abs. 1 lit. b UEV).

Beim öffentlichen Tauschangebot der DSV A/S i.S. Panalpina stellte sich die Frage, ob für die Deckungskäufe durch die Panalpina im Zusammenhang mit deren Beteiligungsplänen eine Ausnahme von der Pflicht zum Angebot einer Baralternative möglich sei.

Die UEK hielt fest, dass analog zur Praxis bei der Best Price Rule, eine Ausnahme von der Barangebotspflicht gewährt werden könne, wenn die Zielgesellschaft aus ökonomischen oder rechtlichen Gründen darauf angewiesen sei, die betreffende Transaktion bar vorzunehmen. Da vorliegend eine solche Notwendigkeit bestehe (ökonomisch bzw. rechtlich zwingender Erwerb eigener Aktien im Zusammenhang mit Erfüllung von Pflichten aus vorbestehenden Aktienplänen der Panalpina, vgl. Ziff. 5.5), sei die Ausnahme zu gewähren.³⁷

6.2 Keine Ausnahme von Barangebotspflicht bei Barabgeltung

Die Panalpina ersuchte sodann auch für die geplanten Barabgeltungen im Zusammenhang mit ihren Mitarbeiterbeteiligungsplänen, d.h. für die ersatzweise Erfüllung der sich aus den Mitarbeiterbeteiligungsplänen ergebenden Pflicht zur Lieferung von Aktien durch Zahlung einer Barabgeltung, um eine Ausnahme von der Barangebotspflicht.

Dieses Ausnahmegesuch lehnte die UEK ab. Zur Begründung gab sie an, die Zielgesellschaft sei weder rechtlich noch ökonomisch auf die Barabgeltung angewiesen. Vielmehr könne sie stattdessen die Ansprüche auf Lieferung von Panalpina-Aktien erfüllen oder diese Ansprüche in solche auf den Erwerb von Tauschkaktien der DSV A/S umwandeln.³⁸

7. Transaktionsmeldepflicht

7.1 Ausnahme von Meldepflicht bei Veräusserungstransaktionen i.Z.m. Mitarbeiterbeteiligungsplänen

Ab der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ende der Nachfrist müssen die Verfahrensparteien grundsätzlich sämtliche Transaktionen

³⁷ Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 25 f.

³⁸ Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 33.

- mit Beteiligungspapieren und sich darauf beziehenden Beteiligungsderivaten der Zielgesellschaft sowie
- ggf. mit zum Tausch angebotenen Effekten und sich darauf beziehenden Beteiligungsderivaten

laufend der UEK und der Offenlegungsstelle melden (Art. 134 Abs. 1 FinfraG und Art. 38 ff. UEV).

Die Meldepflicht dient der Marktüberwachung und der Sicherstellung der Gleichbehandlung der Aktionäre.³⁹ Bei Tauschangeboten ermöglichen die Transaktionsmeldungen für die zum Tausch angebotenen Effekten namentlich die Beurteilung, ob diese Titel mit Blick auf das Angebot manipuliert werden.⁴⁰

Im Fall Panalpina hatte die Anbieterin DSV A/S vor der Voranmeldung Mitarbeiteroptionen ausgegeben. Indem sie diese Optionen zu vorbestimmten Konditionen ausübten, konnten die berechtigten Mitarbeiter während der Dauer der Meldepflicht Aktien der DSV A/S, mithin Tauschtitel, erwerben. Die UEK stellte dazu klar, dass die Meldepflicht nicht gelte, wenn die fraglichen Titel im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsplans zu vor der Voranmeldung vereinbarten Bedingungen ohne Ermessen der Anbieterin DSV A/S an Planteilnehmer auszugeben waren (hier gestützt auf die Optionsausübung) und überdies vor der Voranmeldung geschaffen oder erworben wurden. In einer solchen Situation bestehe keine Gefahr einer Kursmanipulation oder einer Ungleichbehandlung der Angebotsempfänger.⁴¹

Auch die Zielgesellschaft Panalpina ersuchte im öffentlichen Tauschangebot der DSV A/S um eine Ausnahme von der Transaktionsmeldepflicht für die im Rahmen ihrer vorbestehenden Mitarbeiterbeteiligungspläne auf die Teilnehmer zu übertragenden Panalpina- oder Tauschaktien der DSV A/S.

Die UEK hielt nochmals fest, dass die Transaktionsmeldepflicht bezwecke, Kursmanipulationen zu vermeiden und die Gleichbehandlung der Angebotsempfänger, insb. die Best Price Rule, sicherzustellen. Diese Anliegen würden durch die Übertragung von Aktien der Zielgesellschaft oder von Tauschaktien an Planteilnehmer in Fortführung vorbestehender Mitarbeiterbeteiligungspläne nicht gefährdet. Auf die Transparenz dieser Transaktionen könne daher verzichtet werden.⁴²

³⁹ Verfügung 0726/01 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 29. April 2019, Rz 9f.

⁴⁰ Verfügung 0726/01 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 29. April 2019, Rz 10, mit Verweisung auf Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, 2009, S. 285.

⁴¹ Verfügung 0726/01 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 29. April 2019, Rz 11.

⁴² Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 36-38.

7.2 Keine Ausnahme von Meldepflicht bei Erwerbstransaktionen (Deckungskäufen) i.Z.m. Mitarbeiterbeteiligungsplänen

Die Panalpina ersuchte schliesslich für die von ihr geplanten Deckungskäufe von Panalpina- und DSV-Aktien zur Erfüllung von Verpflichtungen unter den bestehenden Panalpina-Aktienplänen um eine Ausnahme von der Meldepflicht. Im Gegensatz zu Veräusserungstransaktionen sind Deckungskäufe von Aktien der Zielgesellschaft oder Tauschtitel im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsplänen nach Praxis der UEK meldepflichtig, weshalb das Ausnahmegesuch der Panalpina abgelehnt wurde.⁴³

8. Vorgaben für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft

8.1 Weite Auslegung verbotener Abwehrmassnahmen

Gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG darf der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nach Angebotsveröffentlichung keine Rechtsgeschäfte beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde. Nach der im Fall Alpiq Holding AG bestätigten Praxis der UEK umfasst dieses Verbot auch den Vollzug von Beschlüssen, selbst wenn diese vor der Angebotsveröffentlichung gefasst wurden. Ausnahmen gelten nur für den Fall, dass ein Absehen vom Vollzug Schadenersatzfolgen für die Gesellschaft haben könnte.⁴⁴

8.2 Unzulässige Exklusivitätsvereinbarung

Ein Konkurrenzangebot kann bis am letzten Börsentag der Angebotsfrist eines laufenden Angebots veröffentlicht werden (Art. 50 Abs. 1 UEV). Bei Veröffentlichung eines Konkurrenzangebots können die Angebotsempfänger ihre Annahmeerklärung bezüglich des vorhergehenden Angebots bis zu dessen Ablauf widerrufen (Art. 51 Abs. 2 UEV). Die Zielgesellschaft muss mehrere Anbieter grundsätzlich gleich behandeln. Ausnahmen sind nur mit Zustimmung der UEK und bei Nachweis eines überwiegenden Gesellschaftsinteressens möglich (Art. 49 UEV).

Im Fall Panalpina hatte sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in einer Transaktionsvereinbarung gegen über der Anbieterin u.a. verpflichtet, seine Empfehlung zur Annahme des Tauschangebots nur zu ändern oder zu widerrufen, wenn ein Konkurrenzanbieter spätestens am fünften Börsentag vor Ablauf der Ange-

⁴³ Verfügung 0726/03 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 28. Mai 2019, Rz 41 f.

⁴⁴ Verfügung 730/01 i.S. Alpiq Holding AG vom 28. Mai 2019, Rz 60 – 63.

botsfrist ein höheres Angebot unterbreiten würde und die Unterlassung einer Änderung bzw. eines Widerrufs der Annahmempfehlung für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einer Sorgfaltspflichtverletzung gleichkäme (Exklusivitätsvereinbarung). Nach Auffassung der UEK war diese Exklusivitätsvereinbarung sowohl zeitlich als auch sachlich unzulässig: Eine Neubeurteilung der Annahmempfehlung muss aufgrund der Regelung von Art. 50 Abs. 1 UEV bis zum letzten Tag, an dem ein Konkurrenzangebot publiziert werden kann (d.h. bis zum letzten Tag der Angebotsfrist), möglich sein. Im Übrigen darf die Neubeurteilung der Annahmempfehlung nicht einseitig an die Einhaltung der Sorgfaltspflicht gemäss Art. 717 OR geknüpft sein. Vielmehr muss der Verwaltungsrat diesen Entscheid in seinem Ermessen unter Berücksichtigung auch der Pflicht zur Gleichbehandlung der Anbieter gemäss Art. 49 UEV treffen können.⁴⁵

8.3 Zulässiger Illiquiditätsabschlag bei Fairness Opinions

Der Verwaltungsrat der Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. liess von einem besonders befähigten, unabhängigen Unternehmen eine Fairness Opinion zum öffentlichen Kaufangebot der Edmond de Rothschild Holding SA erstellen. Da der Free Float und damit auch die Liquidität der kotierten Inhaberaktien der Zielgesellschaft sehr gering waren, berücksichtigte der Ersteller der Fairness Opinion einen Liquiditätsabschlag von 15%. Während die UEK im Jahr 2011 einen solchen Illiquiditätsabschlag im Fall Edipresse noch akzeptiert hatte,⁴⁶ liess sie die Zulässigkeit sechs Jahre später im Fall ImmoMentum offen.⁴⁷

Vorliegend akzeptierte die UEK den Illiquiditätsabschlag angesichts des Umstands, dass die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen bei Publikation des Angebots bereits über 93.83% des Aktienkapitals und 97.78% der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügten, und der damit verbundenen geringen Liquidität der Titel.⁴⁸ Diese Praxis wurde in den Verfügungen zu den öffentlichen Kaufangeboten der Behr Bircher Cellpack BBC AG an die Aktionäre der Groupe Baumgartner Holding SA und der BFW Holding AG an die Aktionäre der BFW Liegenschaften AG bestätigt: In beiden Fällen waren die Titel der Zielgesellschaft illiquid im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2. Zudem kontrollierte der Anbieter bei Angebotspublikation bereits 97.22% bzw. 68.2% der Stimmrechte der Zielgesellschaft. Im ersten Fall berücksichtigte der Ersteller der

⁴⁵ Verfügung 0726/02 i.S. Panalpina Weltransport (Holding) AG vom 10. Mai 2019, Rz 48 ff.

⁴⁶ Verfügung 478/01 vom 27. Mai 2011 i.S. Edipresse SA, E. 8.3.

⁴⁷ Verfügung 670/01 vom 28. August 2017 i.S. ImmoMentum AG, E. 8.2.

⁴⁸ Verfügung 724/01 i.S. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. vom 17. April 2019, Rz 35.

Fairness Opinion einen Illiquiditätsabschlag von 15%, im zweiten Fall einen solchen von 5.7%, was die UEK beide Male akzeptierte.⁴⁹

9. Fazit

Mit ihren Entscheiden zu den besprochenen Fällen hat die UEK ihre umfangreiche Praxis wiederum weiterentwickelt. Die in künftige Übernahmen involvierten Parteien müssen dies in ihren Projekten berücksichtigen.

Summary

The article highlights a selection of decisions issued by the Swiss Takeover Board (TOB) in the last two years.

In the context of an offer by a company to its registered shareholders to exchange the unlisted registered shares for listed bearer shares, the TOB had to decide whether a public takeover offer within the meaning of takeover law existed at all. This was not the case, as the group of recipients of the offer consisted of only 31 persons who also belonged to the same family and were therefore able to coordinate their behaviour among themselves (Section 2).

In two further decisions, the TOB dealt with the question of whether the control of the respective offeror by the investment foundation of a major bank or by a canton, respectively, led to the major bank or the canton being qualified as a party acting in concert with the offeror. The TOB denied this in both cases, due to the lack of a legal and regulatory basis for such influence (large bank) or due to the lack of influence in the specific case (canton) (Sections 3.1 and 3.2). The TOB then confirmed its practice according to which tender obligations do not generally and voting obligations do not necessarily lead to acting in concert (Sections 3.3 and 3.4).

The TOB was then given the opportunity in two cases to further develop its practice with regard to deficiencies in the pre-announcement. In one case, it came to the conclusion that delayed publication of the pre-announcement did not impair its effect, where such delay was by just under half an hour and due to technical reasons (Section 4.1). In the other case, it did not qualify a press release on a takeover offer as a pre-announcement despite the indication of the

⁴⁹ Verfügung 0741 / 01 i.S. Groupe Baumgartner Holding SA vom 6. September 2019, Rz 45; Verfügung 752/01 i.S. BFW Liegenschaften AG vom 28. November 2019, Rz 37.

price, but indicated that the practice in this regard would be tightened (Section 4.2).

In various decisions, the TOB expressed its views on questions concerning the minimum price and, in particular, the Best Price Rule. It confirmed the application of the Best Price Rule also to unlisted securities not subject to the offer (Section 5.2) and the non-application to shares newly issued by the target company during the validity period of the Best Price Rule (Section 5.3). Furthermore, the TOB clarified that a compensation payment pursuant to Art. 105 of the Merger Act in the context of a cash out merger is subject to the Best Price Rule, provided that the merger agreement was signed during its period of validity of the rule (Section 5.4). The TOB then affirmed the question whether cover purchases of own shares by the target company for the purpose of fulfilling obligations under a share plan could be exempted from the Best Price Rule (Section 5.5). However, it denied an exception to the Best Price Rule for the cash settlement of plan entitlements (Section 5.6). In its decisions on the public exchange offer in the Panalpina case, the TOB also commented on the obligation to submit a cash alternative and on the obligation to report transactions and any exceptions thereto in transactions in connection with employee participation plans. With regard to the obligation to submit a cash alternative, the TOB granted an exception - analogous to the situation under the Best Price Rule - for cover purchases of the target company in connection with its employee participation plans (section 6.1), but this did not apply - as was also the case under the Best Price Rule - to cash settlements of claims under such plans (section 6.2). With respect to the reporting obligation, the TOB was able to grant an exception for sale transactions (para. 7.1), whereas this was not possible for acquisition transactions (cover purchases) (para. 7.2). In several decisions, the TOB dealt with the requirements under takeover law for the board of directors of the target company, in particular with the question of whether transactions on the assets or liabilities of the target company which were decided before the publication of the offer but executed afterwards constitute defensive measures. The TOB affirmed this in principle (Section 8.1). Furthermore, it declared inadmissible an exclusivity agreement by means of which the board of directors of the target company had limited itself vis-à-vis the offeror in terms of time and subject matter to accept any competing offers from third parties (Section 8.2). Finally, in two decisions, the TOB assessed an illiquidity discount of 15% and 5.7%, respectively, in the fairness opinion as permissible in view of the extent of the illiquidity of the securities concerned and the amount of the offeror's participation (Section 8.3).