



Tino Gaberthüel\* / Simone Ehram\*\*

# Öffentliche Umtauschangebote

Ausgewählte Besonderheiten  
von öffentlichen Umtauschangeboten



## Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Abgrenzungen und Unterarten
  1. Abgrenzung zum Barangebot und zur Fusion
  2. Arten von öffentlichen Umtauschangeboten
    - 2.1. Reine Umtauschangebote
    - 2.2. Gemischte Umtauschangebote
    - 2.3. Sonderfall – Alternative Angebote
- III. Reverse Due Diligence
- IV. Angebotsprospekt
  1. Schweizer Prospektvorschriften
    - 1.1. Inhalt des übernahmerechtlichen Prospekts
    - 1.2. Keine Prospektspflicht nach FIDLEG
  2. Ausländische Prospektvorschriften
    - 2.1. Vereinigte Staaten von Amerika
      - a. Vorkehrungen zur Verhinderung einer Registrierung in den USA
      - b. Registrierung in den USA
    - 2.2. Europäische Union
- V. Preisvorschriften
  1. Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative
    - 1.1. Freiwillige Umtauschangebote
    - 1.2. Kontrollwechsel-Umtauschangebote
    - 1.3. Pflichtangebote
  2. Berechnung des Mindestpreises
    - 2.1. Wert des vorausgegangenen Erwerbs
    - 2.2. Wert des Umtauschgebots für Zwecke der Mindestpreisregeln
  3. Best Price Rule
    - 3.1. Umrechnungsregel und deren Ausnahmen
    - 3.2. Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel
- VI. «Squeeze out»
- VII. Key Take-Aways

## I. Einleitung

In den letzten zehn Jahren gab es in der Schweiz rund 45 öffentliche Kaufangebote; davon waren acht öffentliche Umtauschangebote.<sup>1</sup> Für die Anbieterin kann ein Umtauschangebot finanziell vorteilhaft sein, da ein solches im Vergleich zu einem Barangebot weniger oder gar keine Barmittel erfordert. Zudem bietet es den Aktionären der Zielgesellschaft die Möglichkeit, weiterhin (indirekt) an der Zielgesellschaft beteiligt zu bleiben.<sup>2</sup> Öffentliche Umtauschangebote werfen in der Praxis eine Reihe zusätzlicher Rechtsfragen auf, welche sich bei einem Barangebot nicht oder anders stellen. So sind bei einem Umtauschangebot u.a. auch in- und ausländische Prospekt- und Registrierungs Vorschriften zu beachten.

Vor diesem Hintergrund behandelt der vorliegende Artikel ausgewählte Besonderheiten öffentlicher Umtauschangebote aus Sicht der Praxis. Zunächst werden öffentliche Umtauschangebote von Barangeboten und Fusionen abgegrenzt sowie die verschiedenen Arten von öffentlichen Umtauschangeboten überblicksmässig dargestellt (II.). Anschliessend wird auf gewisse Besonderheiten bei der Due Diligence im Hinblick auf ein öffentliches Umtauschangebot eingegangen (III.). Ein besonderer Fokus liegt sodann auf dem Thema Prospektspflicht, wobei sowohl die schweizerischen als auch ausgewählte ausländische Bestimmungen beleuchtet werden (IV.). Darüber hinaus werden die für ein öffentliches Umtauschangebot massgeblichen Preisvorschriften (V.) und der zwangsweise Ausschluss verbleibender Minderheitsaktionäre nach Vollzug des Umtauschgebots beleuchtet (VI.).

\* TINO GABERTHÜEL, Partner bei der Kanzlei Lenz & Staehelin, Zürich.

\*\* SIMONE EHRSAM, Partnerin bei der Kanzlei Lenz & Staehelin, Zürich. Stichtag für die Literatur ist der 30. März 2025.

<sup>1</sup> Von den acht Umtauschangeboten waren je vier reine Umtauschangebote und vier gemischte Umtauschangebote (vgl. dazu II.2. unten).

<sup>2</sup> Vgl. ausführlich zu den Gründen für eine Strukturierung als öffentliches Umtauschangebot: RUDOLF TSCHÄNI, Öffentliche Umtauschangebote, in: ders. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015, 53 ff., 56 ff.

## II. Abgrenzungen und Unterarten

### 1. Abgrenzung zum Barangebot und zur Fusion

Art. 2 lit. i FinfraG definiert öffentliche Kaufangebote als «Angebote zum Kauf oder zum Tausch von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder von anderen Beteiligungspapieren (Beteiligungspapiere), die sich öffentlich an Inhaberinnen und Inhaber von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren richten». Aus dieser Definition ergeben sich zwei wichtige Punkte: zum einen die Zulässigkeit von Umtauschangeboten überhaupt<sup>3</sup>, zum anderen die Abgrenzung zum Barangebot.

Im Gegensatz zu einem Barangebot, bei dem die Aktien der Zielgesellschaft gegen eine Geldzahlung erworben werden, erfolgt bei einem Umtauschangebot der Erwerb durch den Tausch von Aktien der Zielgesellschaft gegen andere Beteiligungspapiere. Nach Abschluss eines Umtauschangebots hält die Anbieterin in der Regel eine (Mehrheits-)Beteiligung an der Zielgesellschaft. Gleichzeitig werden die anbietenden Aktionäre der Zielgesellschaft zu direkten Aktionären der Anbieterin (bzw. der Gesellschaft, deren Titel zum Tausch angeboten wurden) und bleiben indirekt, über ihre Beteiligung an der Anbieterin weiterhin an der Zielgesellschaft beteiligt. Strebt die Anbieterin (wie dies typischerweise der Fall ist) die volle Kontrolle über 100 % der Aktien der Zielgesellschaft an, ist nach Vollzug des Übernahmeangebots ein «squeeze out»-Verfahren nach Art. 137 FinfraG oder eine Abfindungsfusion gemäss Art. 8 Abs. 2 FusG erforderlich. Häufig werden Kaufangebote deshalb als «two-step transactions» bezeichnet. Die Übernahme der vollen Kontrolle über die Zielgesellschaft ist nur nach zwei Transaktionsschritten möglich. Dies ist ein zentraler struktureller Unterschied zur Fusion, bei welcher die übernehmende Gesellschaft in einem einzigen Schritt («one-step transaction») mit Eintragung der Fusion im Handelsregister 100 % der Aktiven und Passiven der untergehenden Gesellschaft mittels Universalsukzession übernimmt und die untergehende Gesellschaft im Handelsregister gelöscht wird. Anders als bei einem Umtauschangebot wird die untergehende Gesellschaft bei einer Fusion keine Tochtergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft.

Neben Unterschieden im Ablauf und Verfahren, bei den Klagemöglichkeiten der Aktionäre und der steuerlichen Behandlung zeigt sich ein weiterer wesentlicher struktureller Unterschied in der erforderlichen Zustimmung der Aktionäre: Während es bei einer Fusion die Zustimmung der Generalversammlung sowohl der übernehmenden als auch der übertragenden Gesellschaft bedarf

(Mehrheit von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und absolute Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte), stimmen die Aktionäre der Zielgesellschaft bei einem Umtauschangebot nicht an einer Generalversammlung ab. Vielmehr entscheidet jeder Aktionär individuell, ob er seine Aktien im Rahmen des Angebots andienen möchte. Obwohl ein Umtauschangebot somit grundsätzlich keine Zustimmung der Generalversammlung der Zielgesellschaft erfordert, können bestimmte Umstände eine solche dennoch notwendig machen. Beispielsweise ist eine Generalversammlung im Rahmen des Übernahmeangebots durchzuführen, wenn die Statuten der Zielgesellschaft zu ändern sind (z.B. zur Aufhebung einer Stimmrechtsbeschränkung) oder die Dekotierung beschlossen werden soll (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 und 8 OR). Auf Ebene der Anbieterin kann eine Generalversammlung notwendig sein, um die für das Umtauschangebot benötigten Aktien zu schaffen.

### 2. Arten von öffentlichen Umtauschangeboten

Umtauschangebote kommen als reine Umtauschangebote und gemischte Angebote vor.

#### 2.1. Reine Umtauschangebote

Bei reinen Umtauschangeboten wird der gesamte Angebotspreis mittels Tausch gegen Beteiligungspapiere geleistet. Dabei können verschiedene Arten von Beteiligungspapieren angeboten werden, etwa eigene (kotierte oder nicht kotierte) Beteiligungspapiere der Anbieterin, Beteiligungspapiere einer anderen Gesellschaft<sup>4</sup> oder Anteile an Anlagefonds<sup>5</sup>.

Für die Festlegung des Umtauschverhältnisses gibt es verschiedene Varianten:

- *Festes Umtauschverhältnis*: In der Regel wird das Umtauschverhältnis bereits im Zeitpunkt der Voranmeldung festgelegt. Dabei wird für jede angediente Aktie der Zielgesellschaft eine feste Anzahl von Tauschpapieren angeboten. Ein Anstieg des Kurses der Tauschpapiere zwischen Voranmeldung und Vollzug «verteuert» entsprechend das Angebot für die Anbieterin, während sich eine negative Kursentwicklung zu Lasten der Angebotsempfänger auswirkt.<sup>6</sup>
- *Festlegung eines festen Wertes*: Als Alternative kann die Anbieterin einen festen Wert für das Umtauschangebot festlegen und das effektive Umtauschverhältnis

<sup>4</sup> DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. Aufl., Zürich 2020, Art. 5 N 30 (m.w.H.).

<sup>5</sup> Vgl. Verfügung 0418/01 BB Medtech AG vom 7. Juli 2009 E. 2; Empfehlung 0206/01 ZKB Pharma Vision AG / ZKB Finanz Vision AG / ZKB Access Vision AG vom 23. August 2004.

<sup>6</sup> Vgl. z.B. das öffentliche Umtauschangebot der Cosmo Pharmaceuticals N.V. an die Aktionäre der Cassiopea S.p.A. vom 4. Oktober 2021 oder jenes der DSV A/S an die Aktionäre der Panalpina Welttransport (Holding) AG vom 13. Mai 2019.

<sup>3</sup> Bei Pflichtangeboten setzt die Zulässigkeit eines Umtauschangebots die Offerte einer Baralternative voraus (Art. 45 Abs. 2 FinfraV-FINMA).

nis erst am Ende der Angebotsfrist bzw. der Nachfrist bestimmen.<sup>7</sup> Dadurch übernimmt die Anbieterin das Risiko einer negativen Kursentwicklung bei der Zielgesellschaft. Gemäss Praxis der Übernahmekommission ist dies zulässig, sofern die Preisstruktur den börsenrechtlichen Grundsätzen von Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit in genügendem Mass Rechnung trägt.<sup>8</sup>

- *Variables Umtauschverhältnis*: Ebenfalls als zulässig erachtet die UEK Umtauschangebote mit variablem Umtauschverhältnis und variablem Angebotswert, beispielsweise bei Umtauschangeboten auf Investmentgesellschaften, bei welchen der Wert des Angebots vom Net Asset Value der Zielgesellschaft am Ende der Angebotsfrist abhängig gemacht wird. Allerdings verlangt die Praxis der UEK, dass die Titel des Portfolios der Zielgesellschaft, welche die Berechnungsgrundlage des Net Asset Value bilden, an liquiden Märkten gehandelt werden, die Empfänger Kenntnis von der Zusammensetzung des Portfolios erhalten und das Portfolio eins zu eins im Anlagefonds abgebildet wird. Andernfalls sind die Titel zu bewerten.<sup>9</sup>

## 2.2. Gemischte Umtauschangebote

Bei gemischten Umtauschangeboten setzt sich der Angebotspreis aus einer Barkomponente und aus einer Tauschkomponente zusammen. Wie auch bei reinen Umtauschangeboten hat die Anbieterin die Möglichkeit, das Umtauschverhältnis und das Verhältnis zwischen Bar- und Tauschkomponente entweder bereits im Zeitpunkt der Voranmeldung festzulegen oder aber den Angebotspreis zu diesem Zeitpunkt als festen Wert zu definieren. In letzterem Fall wird auch festgelegt, in welchem Anteil der Angebotspreis in bar und in Aktien erbracht wird.

Zu den gemischten Umtauschangeboten zählen auch sog. Mix-and-Match-Angebote. Hierbei kann jeder Angebotsempfänger innerhalb bestimmter Grenzen selbst entscheiden, wie sich der Angebotspreis aus Bar- und Tauschkomponente zusammensetzt. Bei Mix-and-Match-Angeboten hat die Anbieterin sicherzustellen, dass im Vorhinein adressiert wird, wie damit umgegangen wird, falls der Wunsch aller Angebotsempfänger auf Aktien und Cash nicht vollumfänglich befriedigt werden kann. In der Praxis wird dies häufig durch Eventualfragen in der Annahmeerklärung gelöst. Die Angebotsempfänger haben anzugeben, ob sie bereit sind, ein anderes als das von ihnen bevorzugte Verhältnis zwischen Bar- und Tauschkomponente zu akzeptieren, oder ob sie in die-

sem Fall ihre Aktien nicht andienen möchten.<sup>10</sup> Eine andere Lösung besteht darin, den Angebotsempfängern die Möglichkeit zu geben, entweder so viel Bargeld wie möglich oder so viele Beteiligungspapiere wie möglich zu wählen.<sup>11</sup>

## 2.3. Sonderfall – Alternative Angebote

Bei alternativen Angeboten haben die Angebotsempfänger die Wahl zwischen einem bestimmten Barbetrag oder einer bestimmten Anzahl Beteiligungspapiere. Eine solche Strukturierung wird allgemein als mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung vereinbar angesehen, da allen Angebotsempfängern dieselbe Wahlmöglichkeit eingeräumt wird.<sup>12</sup> Gemäss Art. 9b UEV können die Baralternative und die angebotenen Effekten einen unterschiedlichen Wert aufweisen. Sofern die Mindestpreisregeln anwendbar sind, gilt es jedoch sicherzustellen, dass der tiefere dieser beiden Werte die Mindestpreisregeln einhält.

## III. Reverse Due Diligence

Bei einem öffentlichen Kaufangebot, welches von der Zielgesellschaft unterstützt wird, führt die Anbieterin in der Regel eine Due Diligence-Prüfung der Zielgesellschaft durch.<sup>13</sup> Dies gilt sowohl für Barangebote als auch für Umtauschangebote. Eine Besonderheit des Umtauschangebots ist, dass – je nach den konkreten Umständen – auch die Zielgesellschaft die Anbieterin einer sog. Reverse Due Diligence-Prüfung unterzieht.<sup>14</sup> Eine Reverse Due Diligence ist insbesondere dann üblich, wenn die Zielgesellschaft und die Anbieterin ähnlich gross sind, das Umtauschangebot also auf einen fusionsähnlichen Zusammenschluss von zwei etwa gleich grossen Unternehmen zielt.<sup>15</sup> Aber auch bei Konstellationen, in denen die Aktionäre der Zielgesellschaft nach Abschluss des Umtauschangebots lediglich 10–20 % an der Anbieterin halten, ist es üblich, dass eine etwas eingeschränkte Reverse Due Diligence-Prüfung der Anbieterin durch die Zielgesellschaft vorgenommen wird. Anders

<sup>7</sup> RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/TINO GABERTHÜEL, *Öffentliche Kaufangebote*, 4. Aufl., Zürich 2020, N 440.

<sup>8</sup> Vgl. Empfehlung 0117/01 *Netstal-Maschinen AG* vom 4. Februar 2002 E. 3.2.

<sup>9</sup> Verfügung 0418/01 *BB Medtech AG* vom 7. Juli 2009 E. 4.3; Empfehlung 0103/03 *Altin AG* vom 13. Juli 2001 E. 2.2.

<sup>10</sup> Vgl. das Rückkaufangebot der Think Tools AG vom 22. Mai 2002.

<sup>11</sup> TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 443; vgl. z.B. das Angebot der Smith & Nephew Group plc an die Aktionäre der Centerpulse AG und an die Aktionäre der InCentive Capital AG vom 25. April 2003, sowie die Angebote der Zimmer Holdings, Inc. an die Aktionäre der Centerpulse AG und an die Aktionäre der InCentive Capital AG vom 19. Juni 2003.

<sup>12</sup> GERICKE/WIEDMER (FN 4), Art. 9b N 5.

<sup>13</sup> Vgl. dazu TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 567 ff.

<sup>14</sup> Zum Ganzen TSCHÄNI (FN 2), 66 f.; vgl. z.B. den Angebotsprospekt vom 13. Mai 2019 betr. das Tauschangebot der DSV A/S für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10 der Panalpina Weltransport (Holding) AG, Bericht des Verwaltungsrates, 42: «Zudem hat Panalpina eine beschränkte Financial, Business und Legal Due Diligence betreffend DSV durchgeführt.» (Markierungen weggelassen).

<sup>15</sup> TSCHÄNI (FN 2), 66 f.

verhält es sich bei einem gemischten Umtauschangebot mit überwiegendem Baranteil, dessen Tauschkomponente bloss finanzierungsbedingt ist. In dieser Konstellation wird in der Praxis typischerweise keine oder nur eine vergleichsweise limitierte Prüfung vorgenommen.<sup>16</sup>

## IV. Angebotsprospekt

### 1. Schweizer Prospektvorschriften

#### 1.1. Inhalt des übernahmerechtlichen Prospekts

Gemäss FinfraG hat die Anbieterin ihr Angebot in einem übernahmerechtlichen Angebotsprospekt zu veröffentlichen, der wahr und vollständig sein muss (Art. 127 Abs. 1 FinfraG). Der erforderliche Prospektinhalt ist in Art. 19 ff. UEV geregelt (vgl. Art. 131 lit. b FinfraG). Im Unterschied zu einem öffentlichen Barangebot muss der Angebotsprospekt für ein Umtauschangebot zusätzliche Angaben enthalten; so insbesondere die Folgenden:<sup>17</sup>

- *Rechte an den zum Umtausch angebotenen Effekten.* Der Prospekt hat die Rechte zu beschreiben, die mit den zum Tausch angebotenen Effekten verbunden sind (insbesondere die gesellschaftsrechtlichen und finanziellen Rechte sowie die Übertragbarkeit der angebotenen Effekten).
- *Angaben zu kotierten Effekten, welche zum Umtausch angeboten werden.* Sofern die zum Tausch angebotenen Effekten an einer Börse kotiert sind, sind im Prospekt Angaben zum Ort der Kotierung, zu den Schwellenwerten, welche eine Offenlegung von Beteiligungen und ein Pflichtangebot auslösen, und zu den bedeutenden Aktionären zu machen.
- *Finanzielle Veränderungen, die bei der Anbieterin seit dem letzten Finanzbericht eingetreten sind.* Der Prospekt hat Angaben zu bedeutenden Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten der Anbieterin bzw. der Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere angeboten werden, zu enthalten, die seit dem letzten Jahres- oder Zwischenabschluss eingetreten sind.
- *Finanzielle Auswirkungen des Umtauschangebots auf die Anbieterin.* Im Prospekt sind die erwarteten Auswirkungen eines erfolgreichen Umtauschangebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Anbieterin bzw. der Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, zu machen. Die UEK fordert dazu nicht, dass ein Pro-forma-Abschluss in den Angebotsprospekt aufgenommen wird. Vielmehr genügt eine umschreibende, kurze Darstellung, die nach Möglichkeit mit vorhandenen

Zahlen ergänzt wird.<sup>18</sup> In der Praxis variiert die Art und die Ausführlichkeit der diesbezüglichen Informationen in den Angebotsprospekten. Regelmässig werden kurz die wichtigsten Kennzahlen aus der Bilanz (insbesondere Bilanzsumme, Anlagevermögen, Umlaufvermögen, Eigenkapital, Rückstellungen und Fremdkapital) und der Erfolgsrechnung (insbesondere Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresgewinn) der Anbieterin und der Zielgesellschaft tabellarisch aufgeführt und in einer dritten Spalte den kombinierten Pro-forma-Zahlen der beiden Gesellschaften gegenübergestellt.<sup>19</sup> Diese tabellarische Darstellung wird zum Teil mit einem kurzen Text zu den erwarteten Synergien ergänzt.<sup>20</sup>

- *Bewertung der zum Tausch angebotenen Effekten.* Falls die zum Tausch angebotenen Effekten illiquid sind (oder nicht an einer Börse kotiert sind), hat der Angebotsprospekt eine Bewertung dieser Effekten zu enthalten.<sup>21</sup> Die UEK beurteilt die Frage der Liquidität gestützt auf die im einschlägigen UEK-Rundschreiben<sup>22</sup> dargelegten Kriterien.<sup>23</sup> Im Ausland kotierte Beteiligungspapiere gelten als «an einer Börse kotiert», wenn die Voraussetzungen der Kotierung an

<sup>18</sup> Siehe TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 610 m.w.H. zur Praxis; TSCHÄNI (FN 2), 101.

<sup>19</sup> Siehe TSCHÄNI (FN 2), 101; siehe ferner aus der jüngeren Praxis: Angebotsprospekt vom 4. Oktober 2021 betr. das öffentliche Umtauschangebot der Cosmo Pharmaceuticals N.V. für alle sich im Publikum befindenden Namensaktien von Cassiopea S.p.A., 18 ff.; Angebotsprospekt vom 13. Mai 2019 betr. das Tauschangebot der DSV A/S für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Panalpina Welttransport (Holding) AG, 38 f.; Angebotsprospekt vom 24. April 2017 betr. öffentliches Kaufangebot von Cardiac Monitoring Holding Company, LLC, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der LifeWatch AG, 19 f.

<sup>20</sup> Vgl. TSCHÄNI (FN 2), 101. Praxisgemäss bescheidener ist der Informationsumfang, wenn die Zielgesellschaft bereits vor dem Umtauschangebot in der Konzernrechnung der Anbieterin konsolidiert ist und das Umtauschangebot einer internen Restrukturierung dient (sodass die Zielgesellschaft nach dem Umtauschangebot dekotiert werden kann und nur noch die Anbieterin, d.h. die Konzernmuttergesellschaft, kotiert bleibt). In einem jüngeren solchen Fall wurden die wichtigsten Kennzahlen der Konzernrechnung im Prospekt wiedergegeben und auf die erwarteten Synergien hingewiesen (vgl. Angebotsprospekt vom 25. Februar 2022 betr. das öffentliche Kaufangebot der Liechtensteinischen Landesbank Aktiengesellschaft für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 20 der Bank Linth LLB AG, 25 f., sowie Verfügung 805/02 Bank Linth LLB AG vom 24. Februar 2022 E. 6 Rz. 38).

<sup>21</sup> Art. 24 Abs. 6 UEV i.V.m. Art. 46 und Art. 42 Abs. 2–4 FinfraV-FINMA; vgl. z.B. aus der Transaktionspraxis: Angebotsprospekt vom 25. Februar 2022 betr. das öffentliche Kaufangebot der Liechtensteinischen Landesbank Aktiengesellschaft für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 20 der Bank Linth LLB AG, 8, sowie Verfügung 805/02 Bank Linth LLB AG vom 24. Februar 2022 E. 6 Rz. 39; siehe ferner TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 611 m.w.H.

<sup>22</sup> UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010, Liquidität im Sinne des Übernahmerechts.

<sup>23</sup> So etwa in Verfügung 796/01 Cassiopea S.p.A. vom 1. Oktober 2021 E. 5.1 Rz. 20; vgl. auch Angebotsprospekt vom 22. April 2020 betr. das öffentliche Tauschangebot der Parjointco Switzerland SA für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 20 der Pargesa Holding SA, 24.

<sup>16</sup> Zum Gesagten TSCHÄNI (FN 2), 67.

<sup>17</sup> Vgl. insbesondere Art. 24 UEV, aber auch Art. 19 Abs. 3, Art. 20 Abs. 2 und Art. 21 Abs. 2 UEV.

der ausländischen Börse mit denen an einer schweizerischen Börse gleichwertig sind.<sup>24</sup> Praxisgemäss genügt es, wenn der Angebotsprospekt die Bewertung erwähnt und für die Details (inkl. Bewertungsmethode und -annahmen) auf ein öffentlich zugängliches Bewertungsgutachten verweist.<sup>25</sup>

## 1.2. Keine Prospektspflicht nach FIDLEG

Neben dem übernahmerechtlichen Prospekt gemäss Art. 127 Abs. 1 FinfraG sieht auch das FIDLEG eine Prospektspflicht vor. Die Prospektspflicht nach FIDLEG trifft, wer in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet oder wer um Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz ersucht (Art. 35 Abs. 1 FIDLEG). Der erforderliche Inhalt eines Prospekts nach FIDLEG ist in Art. 40 ff. FIDLEG festgelegt und geht weiter als der Inhalt eines übernahmerechtlichen Prospekts.

Macht eine an der SIX kotierte Anbieterin ein öffentliches Umtauschangebot stellt dies ein öffentliches Angebot ihrer Aktien (Umtauschaktien) im Sinne des FIDLEG dar und unterliegt im Prinzip auch der Prospektspflicht gemäss FIDLEG.<sup>26</sup> Das FIDLEG sieht jedoch u.a. für übernahmerechtliche Umtauschangebote und eine damit zusammenhängende Kotierung der angebotenen Aktien eine Ausnahme von der Prospektspflicht nach FIDLEG vor:

- Im Falle eines übernahmerechtlichen Umtauschangebots entfällt eine zusätzliche Prospektspflicht gemäss FIDLEG. Die FIDLEV hält ausdrücklich fest, dass der übernahmerechtliche Prospekt für ein öffentliches Umtauschangebot inhaltlich einem FIDLEG-Prospekt gleichwertig ist und somit kein FIDLEG-Prospekt zu erstellen ist (Art. 37 Abs. 1 lit. d FIDLEG i.V.m. Art. 46 Abs. 3 Satz 1 FIDLEV). Um sicherzustellen, dass die Prüfstelle die Gleichwertigkeit des übernahmerechtlichen Prospekts anerkennt, ist es allenfalls ratsam, frühzeitig mit der Prüfstelle in Kontakt zu treten (Art. 46 Abs. 2 FIDLEV).<sup>27</sup> Gemäss

Art. 46 Abs. 3 Satz. 2 FIDLEV kann die Prospektprüfstelle von der Anbieterin verlangen, dass wesentliche Strukturveränderungen aufgrund der Übernahme der Zielgesellschaft durch die Anbieterin in Pro-forma-Finanzinformationen abgebildet werden, soweit dies nach den Umständen möglich ist.<sup>28</sup> Pro-forma-Finanzinformationen können z.B. bei einem unfreundlichen Umtauschangebot nicht verlangt werden, da der Anbieterin in diesem Fall der Zugang zu den für Erstellung der Pro-forma-Zahlen erforderlichen Finanzinformationen der Zielgesellschaft fehlt.<sup>29</sup>

- Bei einem Umtauschangebot gilt auch in Bezug auf eine allfällige Kotierung der zum Umtausch angebotenen Aktien eine Ausnahme von der FIDLEG-Prospektspflicht.<sup>30</sup> Voraussetzung ist, dass Aktien derselben Gattung wie diejenigen, die zum Tausch angeboten werden, bereits über eine Kotierung verfügen, was bei einem öffentlichen Umtauschangebot durch eine an der SIX kotierte Anbieterin regelmässig der Fall sein wird (Art. 38 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 49 lit. a FIDLEV).<sup>31</sup>

Seit Inkrafttreten des FIDLEG gab es zwei öffentliche Umtauschangebote, bei welchen die Aktien der Anbieterin in der Schweiz kotiert waren.<sup>32</sup> In beiden Transaktionen kam die Ausnahme von der FIDLEG-Prospektspflicht zur Anwendung; es wurde soweit ersichtlich jeweils nur ein übernahmerechtlicher Prospekt gemäss

<sup>24</sup> Art. 24 Abs. 7 UEV. Es ist davon auszugehen, dass sich die UEK diesbezüglich auf die Beurteilung der SIX stützt (Tschäni/Diem/Gaberthüel [FN 7], N 611; vgl. auch Gericke/Wiedmer [FN 4], Art. 24 N 36 m.w.H.).

<sup>25</sup> Vgl. Angebotsprospekt vom 25. Februar 2022 betr. das öffentliche Kaufangebot der Liechtensteinischen Landesbank Aktiengesellschaft für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Bank Linth LLB AG, 8, sowie Verfügung 805/02 Bank Linth LLB AG vom 24. Februar 2022 E. 6 Rz. 39; Angebotsprospekt vom 26. Juni 2014 betr. öffentliches Umtauschangebot der Novavest Real Estate AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Pretium AG, 6 f., sowie Verfügung 569/01 Pretium AG vom 24. Juni 2014 E. 3 Rz. 13 f.

<sup>26</sup> Zum Ganzen Tino Gaberthüel/Rudolf Tschäni, § 14 Transaktionsrecht FinfraG, FIDLEG, Kotierung, Prospektspflicht, Dekotierung, in: Nobel/Müller (Hrsg.), Berner Kommentar, Das Aktienrecht – Kommentar der ersten Stunde, Bern 2023, N 16 ff.

<sup>27</sup> Das Einholen eines solchen Vorabentscheids kann auch mit Blick auf die Strafbarkeits- und Haftungsrisiken ratsam sein (vgl. Art. 69 und 90 FIDLEG).

<sup>28</sup> In der Pro-forma-Berichterstattung werden die finanziellen Kennzahlen so dargestellt, als ob die relevanten Strukturveränderungen bereits in der Vergangenheit vorgenommen wurden (BSK FIDLEG/FINIG-BAHAR/WEBER, Art. 37 FIDLEG N 38). Strukturveränderungen gelten als wesentlich, wenn Jahresergebnis, Umsatz oder Bilanzsumme nach der Strukturveränderung mehr als 25 % abweichen (vgl. Eidgenössisches Finanzdepartement (EFD), Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV), Erläuterungen vom 6. November 2019, 41: «Eine Strukturveränderung liegt insbesondere in den folgenden Fällen vor: (1) wirtschaftliche Fortführung eines bereits bestehenden Unternehmens oder von Unternehmensteilen in einer neuen rechtlichen Struktur (z.B. Neugründung einer Gesellschaft, in die das bestehende Unternehmen bzw. die Unternehmensteile eingebracht werden), (2) Fusion sowie Akquisition unter Verwendung des Erlöses aus der vorliegenden Kapitalmarkttransaktion oder durch Sacheinlage, (3) Abspaltung von Unternehmen oder Unternehmensteilen, (4) der Emittent setzt sich aus Gesellschaften zusammen, die unter einheitlicher Leitung standen, aber in der Vergangenheit nie konsolidierte Zahlen erstellt haben»).

<sup>29</sup> EFD Erläuterungen (FN 28), 41; SK FIDLEG-REHM, Art. 37 N 17; siehe ferner Matthias Courvoisier, Prospektpflicht nach FIDLEG, SZW 2020, 307 ff., 316, wonach die Prüfstelle nach den Umständen entscheiden muss, ob sie auf solche Informationen verzichten will (z.B. wenn die erforderlichen Informationen nur in einer Form vorliegen, deren Aufarbeitung zu einem unverhältnismässigen Aufwand führt, etwa bei an verschiedenen Daten endenden Geschäftsjahren).

<sup>30</sup> COURVOISIER (FN 29), 316.

<sup>31</sup> Zu Recht kritisch zu dieser Voraussetzung: BSK FIDLEG/FINIG-BAHAR/WEBER, Art. 38 FIDLEG N 27.

<sup>32</sup> Von insgesamt vier öffentlichen Umtauschangeboten seit 2020 (wovon eines ein gemischtes Umtauschangebot war).

FinfraG vorbereitet und veröffentlicht. In beiden übernahmeherechtlichen Angebotsprospekten wurde explizit darauf hingewiesen, dass es sich beim Dokument nicht um einen Prospekt im Sinne des FIDLEG handelt.<sup>33</sup>

Falls eine im Ausland kotierte Anbieterin ein öffentliches Umtauschangebot auf eine Schweizer Zielgesellschaft macht, gilt die Ausnahme von der Prospektspflicht nach FIDLEG ebenfalls.<sup>34</sup>

## 2. Ausländische Prospektvorschriften

Bei einem öffentlichen Umtauschangebot sind neben den Schweizer Regeln allenfalls auch ausländische Bestimmungen einzuhalten. Dies u.a. dann, wenn sich das öffentliche Umtauschangebot an Zielgesellschaftsaktionäre im Ausland richtet. Um zu ermitteln, ob sich ein öffentliches Umtauschangebot auch an ausländische Aktionäre richtet, ist es in der Praxis regelmässig notwendig, die geografische Herkunft der Aktionäre der Zielgesellschaft zu kennen und zu analysieren, was insbesondere mit Bezug auf sog. Dispo-Aktien<sup>35</sup> nicht ganz einfach ist. Typischerweise werden Informationen betreffend Beteiligung an vergangenen Generalversammlungen herbeigezogen und Drittanbieter (z.B. Proxy Solicitors) mandatiert, die zusätzliche Informationen zur geografischen Verteilung der Aktionäre haben bzw. ausfindig machen können. Stellt ein öffentliches Umtauschangebot ein Platzierungsangebot im Ausland dar, kann dies zu einer Kumulierung von anwendbaren in- und ausländischen Rechtsvorschriften führen.<sup>36</sup> Im Folgenden werden gewisse Regeln des US-amerikanischen und des EU-Rechts überblicksartig beleuchtet.

### 2.1. Vereinigte Staaten von Amerika

#### a. Vorkehrungen zur Verhinderung einer Registrierung in den USA

Bei öffentlichen Umtauschangeboten auf eine Schweizer Zielgesellschaft kommt es regelmässig vor, dass die in den USA domizilierten Aktionäre der Zielgesellschaft ausgeschlossen werden. Mit einer solchen Angebots-

restriktion soll insbesondere verhindert werden, dass das US-amerikanische Recht zur Registrierung von Wertpapieren anwendbar wird.<sup>37</sup> Nach der Praxis der UEK sind solche Angebotseinschränkungen unter bestimmten Voraussetzungen zulässig.<sup>38</sup> Je nach geografischer Zusammensetzung des Aktionariats kann allerdings ein solcher Ausschluss für die Anbieterin problematisch sein.<sup>39</sup> Dies nämlich dann, wenn die Anbieterin aufgrund des Ausschlusses die erforderliche Beteiligungsschwelle für einen «Squeeze out» der verbleibenden Aktionäre nicht erreichen würde.<sup>40</sup>

Falls ein Ausschluss der US-Aktionäre nicht möglich oder nicht gewünscht ist, können gewisse Vorkehrungen getroffen werden, um eine US-Registrierung der Tauschaktien trotzdem zu vermeiden.<sup>41</sup> Insbesondere kann ein sog. «Vendor Placement» Mechanismus vorgesehen werden. Damit soll sichergestellt werden, dass US-Retail-Aktionäre am Umtauschangebot teilnehmen können, allerdings ohne Tauschaktien als Gegenleistung für die angedienten Zielgesellschaftsaktien zu erhalten. Stattdessen gehen die Tauschaktien an eine beauftragte Bank, welche diese wiederum an der «Heimbörse» des Emittenten ausserhalb der USA (d.h. bei Schweizer Tauschaktien i.d.R. an der SIX) verkauft. Der Erlös aus diesem Verkauf fliesst anteilmässig an die US-Retail-Aktionäre. Gemäss UEK-Praxis ist ein solches Vorgehen zulässig,<sup>42</sup> obwohl es eigentlich eine Ungleichbehandlung von Aktionären darstellt.<sup>43</sup>

#### b. Registrierung in den USA

In gewissen Konstellationen ist bei einem öffentlichen Umtauschangebot eine Registrierung der zum Umtausch angebotenen Aktien in den USA unumgänglich. Dies typischerweise, (i) wenn die Anbieterin bzw. die von ihr zum Tausch angebotenen Aktien in den USA kotiert sind,<sup>44</sup> oder (ii) wenn US-Aktionäre mehr als 10% der Aktienkategorie der Zielgesellschaft halten, auf welche sich das Angebot bezieht.<sup>45</sup>

Für die Registrierung bedarf es in der Regel der Einreichung eines Registration Statements bei der Securities and Exchange Commission (SEC). Ein solches Registra-

<sup>33</sup> «Nach Art. 37 Abs. 1 lit (d) FIDLEG stellt dieser Prospekt kein Angebotsprospekt im Sinne von Art. 35 FIDLEG dar.» in: Angebotsprospekt vom 4. Oktober 2021 betr. das öffentliche Umtauschangebot der Cosmo Pharmaceuticals N.V. für alle sich im Publikum befindenden Namensaktien von Cassiopea S.p.A., 58; Angebotsprospekt vom 25. Februar 2022 betr. das öffentliche Kaufangebot der Liechtensteinischen Landesbank Aktiengesellschaft für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Bank Linth LLB AG, 52.

<sup>34</sup> Art. 37 Abs. 1 lit. d FIDLEG. Die Ausnahme gemäss Art. 38 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Art. 49 lit. a FIDLEG kommt nicht zur Anwendung, wenn die angebotenen Aktien der Anbieterin nicht in der Schweiz kotiert sind.

<sup>35</sup> Dispo-Aktien sind Aktien, deren Eigentümer der Zielgesellschaft nicht bekannt ist, weil sich dieser nicht ins Aktienbuch der Gesellschaft eintragen lässt.

<sup>36</sup> Tschäni (FN 2), 71 f.

<sup>37</sup> Zum Gesagten Tschäni/Diem/Gaberthüel (FN 7), N 369.

<sup>38</sup> Verfügung 416/01 *Jelmoli Holding AG* vom 13. Juli 2009 E. 3; siehe auch Verfügung 469/01 *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG* vom 15. Februar 2011 E. 2 Rz. 8 f.; Tschäni/Diem/Gaberthüel (FN 7), N 370.

<sup>39</sup> Dazu und zum Folgenden Tschäni (FN 2), 75.

<sup>40</sup> Vgl. dazu VI. unten.

<sup>41</sup> Zum Ganzen Tschäni/Diem/Gaberthüel (FN 7), N 372.

<sup>42</sup> Verfügung 469/01 *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG* vom 15. Februar 2011 E. 2 Rz. 7 ff.; Verfügung 726/02 *Panalpina Welttransport (Holding) AG* vom 10. Mai 2019 E. 2 Rz. 4 f.; Verfügung 844/03 *GAM Holding AG* vom 12. Juni 2023 E. 2 Rz. 5.

<sup>43</sup> Vgl. Tschäni (FN 2), 77.

<sup>44</sup> Tschäni (FN 2), 77 f. m.w.H.

<sup>45</sup> Vgl. Tschäni (FN 2), 76 f.; Frank L. Miller/Andrew Boyer, Selected Topics Relating to the Impact of US Law on Public Takeovers in Europe, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VIII*, Zürich/Basel/Genf 2006, 61 ff., 71 ff.

tion Statement hat einen erheblichen Informationsumfang. So sind möglicherweise auch Pro-forma-Finanzabschlüsse der kombinierten Gruppe erforderlich.<sup>46</sup> Im Fall einer bereits bestehenden Kotierung in den USA ist das Registrierungsverfahren tendenziell etwas weniger aufwändig, da bereits einmal ein Registrierungsverfahren durchlaufen wurde.<sup>47</sup>

Die SEC prüft das Registration Statement und erklärt es anschliessend – allenfalls nach Klärung von Rückfragen – für wirksam. Ein öffentliches Umtauschangebot darf in der Regel erst beginnen und die Effekten dürfen erst zum Tausch angeboten werden, nachdem die SEC das Registration Statement für wirksam erklärt hat. Wird bei einem öffentlichen Umtauschangebot nebst dem Registration Statement auch ein Angebotsprospekt nach ausländischem (d.h. Nicht-US-) Recht publiziert (vorliegend der übernahmerechtliche Angebotsprospekt nach FinfraG), verlangt das US-Recht, dass der ausländische Prospekt gleichzeitig mit dem Registration Statement publiziert wird.<sup>48</sup>

Bei einem öffentlichen Umtauschangebot in der Schweiz mit paralleler Registrierung in den USA ist eine enge Abstimmung zwischen dem schweizerischen Übernahme- und dem US-amerikanischen Registrierungsverfahren erforderlich. Das Registration Statement wird in der Regel zwischen der Voranmeldung und der Publikation des Umtauschangebots ausgearbeitet bzw. finalisiert.<sup>49</sup> Zu bedenken ist, dass die Anbieterin den übernahmerechtlichen Angebotsprospekt grundsätzlich innerhalb von sechs Wochen nach Publikation der Voranmeldung veröffentlichen muss.<sup>50</sup> Die US-Registrierung benötigt allenfalls mehr als sechs Wochen Zeit. Bereits die sorgfältige Erstellung eines Registration Statements, einschliesslich Pro-forma-Zahlen, braucht erfahrungsgemäss mehrere Wochen. Zudem benötigt auch die SEC eine gewisse Zeit, bis sie ihre Prüfung (allenfalls nach Rückfragen und Kommentaren) abgeschlossen und das Registration Statement für wirksam erklärt hat.

Soweit mit der Vorbereitung nicht bereits weit vor Publikation der Voranmeldung begonnen werden kann (z.B. aus Vertraulichkeits- oder Kostenüberlegungen), ist eine Verlängerung der Frist von sechs Wochen zwischen Voranmeldung und Angebotsprospekt notwendig. Die UEK kann diese Frist gemäss Art. 8 Abs. 1 UEV verlängern, wenn dies durch überwiegende Interessen gerechtfertigt ist, namentlich wenn die Anbieterin kartellrechtliche

Bewilligungen einholen muss.<sup>51</sup> Die UEK kann Fristverlängerungen auch aus anderen, d.h. nicht nur aus kartellrechtlichen, Gründen gewähren.<sup>52</sup> Im Falle einer parallelen US-Registrierung bestehen in der Praxis regelmässig gewichtige Argumente für eine solche Fristverlängerung.<sup>53</sup> Das Gesuch um eine Verlängerung der Frist ist rechtzeitig, d.h. in der Regel bereits vor Publikation der Voranmeldung einzureichen.

Abschliessend ist festzuhalten, dass das öffentliche Umtauschangebot im Falle einer parallel verlaufenden US-Registrierung in der Regel von der Bedingung abhängig zu machen ist, dass die SEC das Registration Statement für wirksam erklärt bzw. die Wirksamkeit nicht widerruft.<sup>54</sup>

## 2.2. Europäische Union

In der EU besteht für das öffentliche Anbieten von Wertpapieren grundsätzlich eine Prospektspflicht gemäss der EU-Prospektverordnung.<sup>55</sup> Die EU-Prospektverordnung sieht allerdings (ähnlich wie unter dem FIDLEG) verschiedene Ausnahmen von der Prospektspflicht vor. Eine Ausnahme besteht gemäss Art. 1 Abs. 4 lit. f EU-Prospektverordnung für Wertpapiere, die anlässlich eines Umtauschangebots angeboten werden.<sup>56</sup> Damit sich eine Anbieterin auf diese Ausnahme stützen kann, wird vorausgesetzt, dass ein Dokument veröffentlicht wird, das «Informationen zu der Transaktion und ihren Auswirkungen auf den Emittenten enthält» (sog. Befreiungsdokument).<sup>57</sup> Die konkreten Anforderungen an den Inhalt dieses Befreiungsdokuments hat die EU-Kommission

<sup>46</sup> Tschäni (FN 2), 73 und FN 62; vgl. ferner Empfehlung 0269/01 *Amazys Holding AG* vom 8. März 2006 E. 1.3.

<sup>47</sup> Tschäni (FN 2), 78.

<sup>48</sup> Empfehlung 0269/01 *Amazys Holding AG* vom 8. März 2006 E. 1.3.

<sup>49</sup> Vgl. auch Tschäni/Diem/Gaberthüel (FN 7), N 347, wonach die Ausarbeitung eines sog. Registration Statement im Zusammenhang mit einem Umtauschangebot eines US-amerikanischen Anbieters ohne vorgängige Voranmeldung kaum vorstellbar ist.

<sup>50</sup> Art. 8 Abs. 1 UEV.

<sup>51</sup> Art. 8 Abs. 1 UEV.

<sup>52</sup> Vgl. Empfehlung 0269/01 *Amazys Holding AG* vom 8. März 2006 E. 1.1.

<sup>53</sup> Vgl. Empfehlung 0269/01 *Amazys Holding AG* vom 8. März 2006 E. 1.4. Die Fristverlängerung ist in der Regel notwendig, um die Erfordernisse des US-Rechts einzuhalten. Insbesondere kann sie erforderlich sein, um zu verhindern, dass – entgegen den Vorgaben des US-Rechts – der Schweizer Angebotsprospekt publiziert wird, bevor die SEC das Registration Statement für wirksam erklärt hat. Zudem erwachsen den Angebotsempfängern durch die Fristverlängerung typischerweise keine Nachteile. Die gleichzeitige Information sämtlicher Anleger ist oftmals sogar in deren eigenem Interesse.

<sup>54</sup> Vgl. Tschäni/Diem/Gaberthüel (FN 7), N 517 f. mit einem Hinweis für eine entsprechende Formulierung. Vgl. auch IV.1.2. oben.

<sup>55</sup> Art. 3 Abs. 1 EU-Verordnung 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

<sup>56</sup> Art. 1 Abs. 4 lit. f EU-Verordnung 2017/1129.

<sup>57</sup> Art. 1 Abs. 4 lit. f EU-Verordnung 2017/1129; das Befreiungsdokument stellt eine Neuerung im Vergleich zur bisherigen Regelung unter der EU-Prospektrichtlinie dar. Diese verlangte, dass bei Tauschangeboten ein Dokument vorliegt, das nach Ansicht der zuständigen mitgliedstaatlichen Behörde mit dem Inhalt eines Angebotsprospekts im Sinne der EU-Prospektrichtlinie gleichwertig ist. Folglich vereinfacht das neue EU-Prospektrecht Umtauschangebote, indem es Anforderungen an das Befreiungsdokument gemeinschaftsrechtlich definiert und darauf verzichtet, auf die mitgliedstaatliche Beurteilung der Gleichwertigkeit abzustellen. Vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. b EU-Richtlinie 2003/71/EG (nicht mehr in Kraft); zum alten Recht Tschäni/Diem/Gaberthüel (FN 7), N 375.

unionsrechtlich definiert.<sup>58</sup> Es ist zumindest fraglich, ob ein übernahmerechtlicher Angebotsprospekt nach FinfraG als Befreiungsdokument im Sinne des EU-Prospektrechts qualifiziert. In der Regel wird das wohl nicht der Fall sein, denn es fehlen darin diverse unionsrechtlich erforderlichen Angaben und Erklärungen.<sup>59</sup>

Nebst der erwähnten Ausnahme für ein Befreiungsdokument sieht die EU-Prospektverordnung auch eine Ausnahme von der Prospektspflicht vor, wenn sich ein Angebot an weniger als 150 natürliche oder juristische Personen pro Mitgliedstaat richtet.<sup>60</sup> Für die Prüfung der Anwendbarkeit dieser Ausnahme ist es in der Praxis erforderlich, das Aktienregister sowie weitere Informationen von Drittanbietern zu analysieren.<sup>61</sup> In der Praxis kommt diese Ausnahme häufig zur Anwendung, so dass auf die Erstellung eines Prospekts nach EU-Recht verzichtet werden kann.

## V. Preisvorschriften

### 1. Pflicht zur Unterbreitung einer Baralternative

Auch bei Umtauschgebotsen kann die Anbieterin verpflichtet sein, den Angebotsempfängern eine Baralternative anzubieten.

#### 1.1. Freiwillige Umtauschgebote

Gemäss Art. 9a Abs. 1 UEV ist die Anbieterin bei freiwilligen Umtauschgebotsen verpflichtet, den Angebotsempfängern eine vollständige Barzahlung anzubieten (Baralternative), falls sie in der Zeit zwischen der Veröffentlichung des Angebots und dessen Vollzug Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen bar erwirbt. Ein allfälliger Erwerb von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft gegen bar nach Vollzug des Angebots – beispielsweise um die für den «Squeeze out» relevante Schwelle zu erreichen – löst die Pflicht der Baralternative entsprechend nicht aus. Nach dem Wortlaut ist der Erwerb von Beteiligungsderivaten von Art. 9a Abs. 1 UEV nicht erfasst. Die UEK hat soweit ersichtlich zu der Frage, ob der Erwerb von Beteiligungsderivaten die Pflicht zur Baralternative auslöst, noch nie Stellung genommen.

Die Lehrmeinungen sind nicht einheitlich.<sup>62</sup> U.E. ist auf den Wortlaut abzustellen, d.h. ein Erwerb von Beteiligungsderivaten löst keine Pflicht zur Baralternative aus.<sup>63</sup>

#### 1.2. Kontrollwechsel-Umtauschgebote

Nebst den Verpflichtungen gemäss Art. 9a Abs. 1 UEV, welche bei allen freiwilligen Umtauschgebotsen einzuhalten sind, ist die Anbieterin gemäss Art. 9a Abs. 2 UEV bei Kontrollwechsel-Umtauschgebotsen verpflichtet, eine Baralternative anzubieten, falls die Anbieterin in den zwölf Monaten vor Veröffentlichung des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen bar erworben hat und diese 10 % oder mehr des Aktien- oder Partizipationskapitals der Zielgesellschaft ausmachen. Soweit ersichtlich hat sich die UEK bisher nicht zur Frage geäussert, wie die 10 % Schwelle zu berechnen ist, wenn die Anbieterin vor Veröffentlichung des Angebots sowohl gegen bar als auch in einem Tauschgeschäft insgesamt mehr als 10 % des Aktien- oder Partizipationskapitals der Zielgesellschaft erworben hat. U.E. ist in einem solchen Fall für die Berechnung der 10 % Grenze ausschliesslich die Barkomponente zugrunde zu legen und nur eine Baralternative zu offerieren, sofern 10 % oder mehr des Aktien- oder Partizipationskapitals der Zielgesellschaft gegen bar erworben wurde.<sup>64</sup>

#### 1.3. Pflichtangebote

Gemäss Art. 45 Abs. 2 FinfraV-FINMA kann ein Pflichtangebot auch in der Form eines Umtauschgebots lanciert werden, allerdings nur, sofern den Angebotsempfängern alternativ eine vollständige Barzahlung angeboten wird. Die Regel soll verhindern, dass die Ausstiegsmöglichkeit der Minderheitsaktionäre nach einem Kontrollwechsel durch ein unattraktives Umtauschgebots unterlaufen werden kann.<sup>65</sup>

<sup>58</sup> Vgl. Delegierte EU-Verordnung 2021/528 der Kommission vom 16. Dezember 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die Mindestinformationen des Dokuments, das der Öffentlichkeit bei einer Ausnahme von der Prospektspflicht im Zusammenhang mit einer Übernahme im Wege eines Tauschgebots, einer Verschmelzung oder einer Spaltung zur Verfügung zu stellen ist.

<sup>59</sup> Vgl. dazu die in der EU-Verordnung 2021/528 (FN 58) detailliert aufgelisteten Angaben.

<sup>60</sup> Art. 1 Abs. 4 lit. b EU-Verordnung 2017/1129, wobei die qualifizierten (d.h. professionellen) Anleger nicht mitzuzählen sind.

<sup>61</sup> Vgl. auch IV.2. oben.

<sup>62</sup> Gegen die Auslösung einer Pflicht zur Baralternative namentlich GERICKE/WIEDMER (FN 4), die ebenfalls die Massgeblichkeit des Wortlautes betonen und eine ausweitende Interpretation aufgrund der fraglichen gesetzlichen Grundlage und materiellen Rechtfertigung von Art. 9a UEV insgesamt ausschliessen (Art. 9 N 59 f. und Art. 9a N 10 ff.); TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), die sich explizit gegen die Auslösung einer Pflicht zur Baralternative beim Erwerb von Mitarbeiterbeteiligungen aussprechen (N 409). Für die Auslösung einer Pflicht zur Baralternative hingegen SK FinfraG-LUCHSNER GÄHWILER/AMMANI/MONTANARI, Art. 127 N 131, die namentlich auf allfällige Umgehungsmöglichkeiten von Art. 9a Abs. 1 UEV hinweisen.

<sup>63</sup> Diese Meinung wird ungeachtet der Verfügung 0726/03 *Panalpina Welttransport (Holding) AG* vom 28. Mai 2019 vertreten. Die UEK stellte darin die Befriedigung von Optionen mittels Barausgleich durch die Zielgesellschaft einem Erwerb von Beteiligungspapieren gleich. Begründet wurde dies mit dem Umstand, dass der Barausgleich auf Seiten der Zielgesellschaft die Notwendigkeit entfallen lässt, entsprechende eigene Aktien zu erwerben bzw. zu beschaffen (E. 5.1 und E. 7.1).

<sup>64</sup> G.I.M. TSCHÄNI (FN 2), 63; GERICKE/WIEDMER (FN 4), Art. 9a N 21.

<sup>65</sup> TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 444; ESSEBIER JANA/GLATTHAAR MATTHIAS, Öffentliche Tauschgebots und die Pflicht zum alternativen Barangebot, SZW/RSDA 3/2009, 191 ff., 197.

## 2. Berechnung des Mindestpreises

Auch bei Kontrollwechsel- und Pflichtangeboten, welche als Umtauschangebote strukturiert sind, finden (vorbehaltlich eines Opting-Out) die Mindestpreisvorschriften Anwendung. Der Angebotspreis hat entsprechend mindestens dem Börsenkurs oder – sofern höher – dem höchsten Preis, den die Anbieterin in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat, zu entsprechen. Im Zusammenhang mit Umtauschangeboten stellt sich einerseits die Frage, wie der Wert des vorausgegangenen Erwerbs zu ermitteln ist, wenn der vorausgegangene Erwerb als Tausch strukturiert war. Andererseits stellt sich die Frage, wie der Wert des Umtauschangebots selber festzustellen ist.

### 2.1. Wert des vorausgegangenen Erwerbs

Gemäss Art. 43 Abs. 3 FinfraV-FINMA sind die beim vorausgegangenen Erwerb durch Tausch erworbenen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zum Wert im Zeitpunkt des Tausches anzurechnen. Nach der Praxis der UEK gilt bei börsenkotierten und liquiden Titeln der Börsenkurs am Tag des Abschlusses des Verpflichtungsgeschäfts als massgeblich.<sup>66</sup> Allerdings ist bislang unklar und nicht abschliessend geklärt, ob mit «Kurs» der Eröffnungskurs oder der Schlusskurs gemeint ist. Die Praxis der UEK ist diesbezüglich uneinheitlich.<sup>67</sup> Aus unserer Sicht ist es sachgerechter, auf den Eröffnungskurs abzustellen, da dies auch der Kurs ist, der den Parteien im Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäfts bekannt war. Im Unterschied zur Ermittlung des Börsenkurses für die Bestimmung des Mindestpreises wird beim Vorerwerb somit nicht auf den VWAP abgestellt.<sup>68</sup>

Sofern die Titel in einer anderen Währung als Schweizer Franken ausgegeben sind, erfolgt die Währungsumrechnung u.E. zum Wechselkurs am Tag des Verpflichtungsgeschäfts.

Sind die beim Vorerwerb erworbenen Titel nicht an einer Börse kotiert oder nicht liquid, ist eine Bewertung im Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäfts vorzunehmen. Die Bewertung ist von der Prüfstelle zu bestätigen.<sup>69</sup>

### 2.2. Wert des Umtauschangebots für Zwecke der Mindestpreisregeln

Zur Beurteilung, ob ein Umtauschangebot den Mindestpreisregeln entspricht, ist der Wert des Umtauschangebots zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmel-

dung massgeblich. Falls keine Voranmeldung erfolgt, ist der Wert im Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospekts relevant. Gemäss Art. 46 FinfraV-FINMA erfolgt die Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel nach den Vorgaben von Art. 42 Abs. 2–4 FinfraV-FINMA.

Das bedeutet, dass der Wert des Umtauschangebots – im Unterschied zur Feststellung des Wertes des vorausgegangenen Erwerbs – auf Basis des bereinigten 60-Tage VWAP ermittelt wird. Werden die Tauschpapiere in einer anderen Währung als Schweizer Franken gehandelt, wird der Durchschnittskurs derselben 60-Tage-Periode zur Umrechnung herangezogen.

Trotz dieser eindeutigen Regelung wird die Prämie in der Voranmeldung und dem Angebotsprospekt in der Praxis häufig auf Grundlage abweichender Berechnungsparameter ausgewiesen. Dies ist zulässig, solange die Mindestpreisvorschriften eingehalten sind und die Darstellung der Prämie transparent und nachvollziehbar berechnet wird.<sup>70</sup> Das praktische Bedürfnis kann darauf zurückzuführen sein, dass die Parteien bei der Vereinbarung der kommerziellen Eckwerte auf einen anderen Kurs abgestellt haben oder weil alternative Berechnungsparameter die Prämie attraktiver erscheinen lassen.<sup>71</sup>

## 3. Best Price Rule

Die Best Price Rule gilt auch für Umtauschangebote. Allerdings ergeben sich im Zusammenhang mit Umtauschangeboten einige Sonderfragen. Namentlich bei der Bestimmung des Wertes des Umtauschangebots ergeben sich auch wesentliche Unterschiede zur Wertbestimmung für Zwecke der Mindestpreisregeln.

### 3.1. Umrechnungsregel und deren Ausnahmen

Im Zusammenhang mit der Best Price Rule und der Wertbestimmung bei Umtauschangeboten hat die UEK die Umrechnungsregel entwickelt.<sup>72</sup> Gemäss dieser passt sich der Wert des Umtauschangebots kontinuierlich den Kursveränderungen der zum Umtausch angebotenen Titel an. Der für die Best Price Rule massgebende Preis schwankt somit, und die Anbieterin muss sicherstellen, dass der ausserhalb des Angebots bezahlte Preis den Wert des Umtauschangebots im Moment des entsprechenden Erwerbs nicht übersteigt. In der Praxis dürfte dies selten zu Schwierigkeiten führen, da Käufe ausserhalb eines

<sup>66</sup> Verfügung 416/01 *Jelmoli Holding AG* vom 13. Juli 2009 E. 4.3.

<sup>67</sup> Auf den Schlusskurs wurde im Fall *Jelmoli* abgestellt (Verfügung 416/01 *Jelmoli Holding AG* vom 13. Juli 2009 E. 4.3) während im Fall *Converium Holding* der Eröffnungskurs massgeblich war (Empfehlung 0318/04 *Converium Holding AG* vom 9. Juni 2007 E. 6.2).

<sup>68</sup> Gl.M. TSCHÄNI (FN 2), 86; GERICKE/WIEDMER (FN 4), Art. 8 N 40.

<sup>69</sup> Verfügung 0411/01 *Métraux Services SA* vom 19. Juni 2009 E. 4.2.2.

<sup>70</sup> Gl.M. TSCHÄNI (FN 2), 88.

<sup>71</sup> Vgl. z.B. die Voranmeldung des öffentlichen Tauschangebots der Parjointco N.V. an die Aktionäre der Pargesa Holding SA oder die Voranmeldung des öffentlichen Tauschangebots der DSV A/S an die Aktionäre der Panalpina Welttransport (Holding) AG.

<sup>72</sup> GERICKE/WIEDMER (FN 4), Art. 10 N 12; Verfügung 0469/01 *Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft AG* vom 15. Februar 2011 E. 5.2.

Umtauschgebots aufgrund von Art. 9a Abs. 1 UEV von untergeordneter Bedeutung sind.

Kursveränderungen sind allerdings nur bis zum Vollzug relevant. Für Zwecke der Best Price Rule wird der Angebotspreis zum Zeitpunkt des Vollzugs fixiert. Die Anbieterin ist verpflichtet sicherzustellen, dass sie nach Vollzug keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem Preis erwirbt, der über dem Wert des Umtauschgebots im Zeitpunkt des Vollzugs liegt.<sup>73</sup> Ungeachtet dessen sollte es u.E. gestattet sein, im Kraftloserklärungsverfahren nach Art. 137 FinfraG das gleiche Umtauschverhältnis anzubieten wie im Umtauschangebot, dies auch dann, wenn der Börsenkurs der Tauschpapiere seit dem Vollzugstag gestiegen ist.<sup>74</sup>

Soweit ersichtlich noch nicht abschliessend geklärt ist die Frage, ob diese Wertfixierung auch gilt, wenn die Anbieterin nach Vollzug ein Tauschgeschäft tätigt, d.h. ob bei einem Tauschgeschäft nach Vollzug der gleiche Wert wie am Vollzugstag oder das gleiche Umtauschverhältnis angeboten werden muss. Im Zusammenhang mit Holdingangeboten, d.h. Angeboten, bei welchen die zum Tausch angebotenen Titel wirtschaftlich die Titel der Zielgesellschaft repräsentieren, hat die UEK festgehalten, dass keine «Fixierung» des Wertes im Zeitpunkt des Vollzugs stattfindet und die Anbieterin die Best Price Rule nicht verletzt, wenn sie während der Dauer der Best Price Rule Aktien der Zielgesellschaft im gleichen Umtauschverhältnis erwirbt.<sup>75</sup> Die UEK begründet diese Praxis damit, dass die zum Tausch angebotenen Aktien stets den gleichen Wert aufweisen, wie die Aktien der Zielgesellschaft. Dies ist bei Umtauschangeboten, welche die Besonderheiten von Holdingangeboten nicht erfüllen, nicht der Fall. Entsprechend kann die Praxis der UEK u.E. nicht unbesehen auf normale Umtauschangebote angewendet werden. Aufgrund der schwerwiegenden Konsequenzen ist es empfehlenswert, im konkreten Fall vorgängig eine Bestätigung der UEK einzuholen.

### 3.2. Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel

Bei der Frage, wie die zum Tausch angebotenen Titel für Zwecke der Einhaltung der Best Price Rule zu bewerten sind, gelten folgende Grundsätze.

- *Zum Umtausch angebotene Titel sind börsenkotiert und liquide:* Für die Bewertung gilt der Börsenkurs (Eröffnungskurs) am betreffenden Tag.<sup>76</sup>

- *Zum Umtausch angebotene Titel sind nicht liquide:* Für die Ermittlung des Wertes ist ein Bewertungsgutachten zu erstellen. Sofern bereits für das Umtauschangebot ein Gutachten erstellt wurde, kann – vorbehaltlich besonderer Umstände – auf das bestehende Gutachten abgestellt werden. In den überwiegenden Fällen wird daher kein neues Gutachten zu erstellen sein.<sup>77</sup>
- *Erwerb von Optionen nach dem Vollzug:* Die Best Price Rule findet auch auf den Erwerb von Mitarbeiteroptionen Anwendung. Sofern auch für die Mitarbeiteroptionen ein Umtausch in Aktien der Anbieterin vorgesehen ist, gilt der Grundsatz, wonach die Anbieterin nach Vollzug des Umtauschgebots keine Beteiligungspapiere zu einem Preis erwerben darf, der über dem Wert des Umtauschgebots im Zeitpunkt des Vollzugs liegt, analog. Die Anbieterin darf entsprechend nach Vollzug des Umtauschgebots keine Optionen zu einem Preis erwerben, der über dem Wert der Optionen am Tag des Vollzugs des Umtauschgebots liegt.<sup>78</sup>

## VI. «Squeeze out»

Die Anbieterin verfolgt in der Regel das Ziel, die volle Kontrolle über 100 % der Aktien der Zielgesellschaft zu erlangen. Je nach Ausgang des Angebots stehen der Anbieterin dafür unterschiedliche Wege zur Verfügung:

- *Anbieterin verfügt nach Vollzug des Umtauschgebots über mehr als 98 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft:* In dieser Konstellation kann die Anbieterin innert drei Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist eine Klage nach Art. 137 FinfraG auf Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere erheben. Bei Gutheissung der Klage gibt die Gesellschaft die betreffenden Beteiligungspapiere erneut aus und übergibt diese der Anbieterin.<sup>79</sup> Den Inhabern der kraftlos erklärten Aktien an der Zielgesellschaft übergibt die Anbieterin auf deren Verlangen die im Rahmen des Übernahmeangebots zum Tausch angebotenen Beteiligungspapiere. Der Preis und das Austauschverhältnis sind nicht Gegenstand des Kraftloserklärungsverfahrens und das Umtauschverhältnis kann demzufolge nicht angefochten werden.<sup>80</sup> Auch ist es nicht möglich, über das Kraftloserklärungsverfahren zu erreichen, dass das Entgelt in bar bezahlt wird.

<sup>73</sup> Die Empfehlung 0177/01 *Absolute Invest AG* vom 17. Oktober 2003 E. 5.2, worin der Angebotspreis zum letzten Tag der Nachfrist fixiert wurde, blieb ein Einzelfall.

<sup>74</sup> BSK FINMAG/FinfraG-RAMPINI/REITER, Art. 137 FinfraG N 22; TSCHÄNI (FN 2), 120; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 838.

<sup>75</sup> Verfügung 0572/01 *UBS AG* vom 30. Juni 2014 E. 4.2; Verfügung 469/01 *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG* vom 15. Februar 2011 E. 5.2; TSCHÄNI (FN 2), 91 f.

<sup>76</sup> Vgl. statt vieler Verfügung 726/03 *Panalpina Weltransport (Holding) AG* vom 28. Mai 2019 E. 2.2; GERICKE/WIEDMER (FN 4),

Art. 10 N 12.

<sup>77</sup> UEK-Verfügung 0805/01 *Bank Linth LLB AG* vom 26. Januar 2022 E. 2.3 f.; Empfehlung 0387/01 *Golay-Buchel Holding SA* vom 17. Oktober 2008 E. 6; TSCHÄNI (FN 2), 90 f.

<sup>78</sup> Empfehlung 0260/02 *Berna Biotech AG* vom 11. Januar 2006 E. 1.3.

<sup>79</sup> Dazu und zum Folgenden TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 839.

<sup>80</sup> TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 838.

- *Anbieterin hält nach Vollzug des Umtauschangebots über eine Beteiligung an der Zielgesellschaft, die zwischen 90 % und 98 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft liegt:* In dieser Konstellation steht der Anbieterin die Abfindungsfusion nach Art. 8 Abs. 2 FusG zur Verfügung, um die Inhaber der verbleibenden Aktien an der Zielgesellschaft auszuschliessen. Eine solche «Squeeze out»-Fusion führt dazu, dass die Zielgesellschaft in die Anbieterin oder in eine andere Gesellschaft der Anbieterin fusioniert und aus dem Handelsregister gelöscht wird und ihre Beteiligungspapiere untergehen.<sup>81</sup> Die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft haben Anspruch, auf Ausrichtung der bei der Fusion beschlossenen Abfindung.<sup>82</sup> Bei einer «Squeeze out»-Fusion im Anschluss an ein öffentliches Kaufangebot entspricht die Abfindung in der Regel (aber nicht zwingend) dem Preis, welcher im Rahmen des Übernahmeangebots bezahlt wurde, doch muss die Abfindung eigenständig unter Berücksichtigung des Vermögens der beteiligten Gesellschaften und aller anderen relevanten Umstände festgelegt werden.<sup>83</sup> Die Anbieterin ist grundsätzlich frei zu entscheiden, die Abfindung in bar oder mittels Tauschaktien zu leisten.<sup>84</sup> Sie ist nicht an das vorangegangene Umtauschangebot gebunden. Wird eine Barabfindung oder Aktien an einer anderen Gesellschaft als der überlebenden angeboten, ist die Zustimmung von 90 % aller Stimmrechte der Zielgesellschaft erforderlich.<sup>85</sup> Falls Aktien der überlebenden Gesellschaft angeboten werden, reicht ein qualifiziertes Quorum von zwei Dritteln der vertretenen Stimmen.<sup>86</sup> Der Verwaltungsrat muss sich im Fusionsbericht zur gewählten Abfindung äussern; zudem hat die Revisionsstelle die Abfindung als vertretbar einzustufen.<sup>87</sup> Anders als bei dem Kraftloserklärungsverfahren nach FinfraG besteht bei einer Abfindungsfusion nach FusG die Möglichkeit der gerichtlichen Überprüfung des Umtauschverhältnisses, welche jeder Aktionär verlangen kann.<sup>88</sup> In der Praxis wird von dieser Klagemöglichkeit selten Gebrauch gemacht.

## VII. Key Take-Aways

1. *Festlegung des Umtauschverhältnisses:* Für die Festlegung des Umtauschverhältnisses stehen der Anbieterin mehrere Optionen zur Verfügung. So kann das Umtauschverhältnis bei Ankündigung der Trans-

aktion fixiert werden; in diesem Fall tragen die Aktionäre der Zielgesellschaft das Risiko von Kursveränderungen bis zum Vollzug. Alternativ kann die Anbieterin bei Bekanntgabe des Angebots den Wert pro Zielgesellschaftsaktie festlegen; in dieser Konstellation trägt die Anbieterin das Risiko von Kursveränderungen bis zum Vollzug.

2. *Mindestpreis und Best Price Rule:* Bei der Bestimmung des anwendbaren Mindestpreises stellen sich bei einem Umtauschangebot besondere Fragen, wenn vorgängig zum Angebot Aktien der Zielgesellschaft mittel Tausch erworben wurden; namentlich in Bezug auf den relevanten Kurs der Tauschaktien. Bezüglich Best Price Rule gilt es insbesondere zu beachten, dass der relevante Kurs der angebotenen Aktien bis zum Vollzug variiert und erst mit Vollzug «eingefroren» wird.
3. *Übernahmerechtliche Prospektpflicht:* Wie bei jedem öffentlichen Kaufangebot trifft die Anbieterin auch bei einem Umtauschangebot eine Prospektpflicht nach Art. 127 FinfraG. Ein Prospekt nach FIDLEG ist in der Regel weder in Bezug auf das öffentliche Angebot noch in Bezug auf die Kotierung der Tauschaktien erforderlich, da der übernahmerechtliche Prospekt als ein gleichwertiges Dokument qualifiziert. Im übernahmerechtlichen Angebotsprospekt müssen u.a. auch Angaben gemacht werden über die erwarteten Auswirkungen des Umtauschangebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Anbieterin bzw. der Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden. Regelmässig werden in der Praxis kurz die wichtigsten Kennzahlen aus Bilanz und Erfolgsrechnung der Anbieterin und der Zielgesellschaft tabellarisch aufgeführt und in einer dritten Spalte mit den kombinierten Pro-forma-Zahlen der beiden Gesellschaften ergänzt.
4. *Ausländische Registrierungs- und Prospektpflichten:* Bei Umtauschangeboten sind regelmässig auch ausländische Registrierungs- und Prospektpflichten zu beachten. Ein öffentliches Umtauschangebot auf eine Schweizer Zielgesellschaft kann z.B. eine Registrierungspflicht in den USA auslösen, wenn die Anbieterin selbst in den USA kotiert ist und neue Aktien ausgibt und registriert oder wenn sich Aktionäre der Zielgesellschaft in den USA befinden, die mehr als 10 % der Aktien der Zielgesellschaft halten. Wenn eine solche Registrierungspflicht besteht, ist eine enge Koordination zwischen Schweizer und US-amerikanischen Bestimmungen erforderlich. Ähnliche Regelungen gelten in der EU. Werden Aktien in der EU angeboten, ist grundsätzlich ein Prospekt gemäss den EU-Bestimmungen erforderlich, sofern keine Ausnahme zur Anwendung kommt.

<sup>81</sup> Art. 21 Abs. 3 FusG; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 843.

<sup>82</sup> TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 843.

<sup>83</sup> TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 844; TSCHÄNI (FN 2), 121.

<sup>84</sup> Dazu und zum Folgenden TSCHÄNI (FN 2), 121.

<sup>85</sup> Art. 18 Abs. 5 FusG. Vgl. auch II.1. oben.

<sup>86</sup> Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG.

<sup>87</sup> Art. 14 Abs. 3 lit. d und Art. 15 Abs. 4 lit. b FusG.

<sup>88</sup> Art. 105 FusG; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 7), N 844.