CENTRE DE DROIT
BANCAIRE ET FINANCIER

Freiwilliges Angebot

Wenn der Wille zur Kontrolle auf die Realität der Kontrolle stösst

Par Lukaz Samb le 14 November 2023

Besteht eine notwendige Verbindung zwischen der Kontrolle im Verwaltungsrat und der Kontrolle durch die Stimmrechte eines Aktionärs ? Die Übernahmekommission (UEK) musste diese Frage in einer Verfügung 853/01 vom 31. August 2023 in der Sache GAM Holding AG entscheiden. Die UEK musste sich nämlich mit der Gültigkeit einer Klausel befassen, die ein freiwilliges Angebot von der Möglichkeit abhängig machte, alle Mitglieder des Verwaltungsrats einer börsennotierten Gesellschaft zu ernennen. Die Anfang September 2023 gegen diese Entscheidung eingelegte Beschwerde wurde einige Wochen später zurückgezogen, so dass diese Entscheidung rechtskräftig wurde.

Die GAM Holding AG (GAM) ist ein börsennotiertes Schweizer Unternehmen mit einer konzentrierten, aber nicht kontrollierten Aktionärsstruktur. Neun Aktionäre, darunter das Unternehmen selbst, halten unabhängig voneinander 51 % der Stimmrechte an GAM, während der größte Aktionär über 15 % der Stimmrechte verfügt.

Eine Gruppe von Aktionären, zu der auch die NewGame AG (NewGame) und die Bruellan Holding AG gehören, hält zusammen 9,6 % der Stimmrechte. Im Juli 2023 veröffentlicht NewGame eine Voranmeldung, um weitere Aktien zu erwerben, die 17,5 % der Stimmrechte entsprechen. Dieses Angebot würde, wenn es mit der ursprünglichen Beteiligung von NewGame verrechnet wird, letztendlich maximal 27,1 % der Stimmrechte an GAM halten. Da die projizierte Gesamtbeteiligung nach Abschluss des Angebots den Schwellenwert von 33? % der Stimmrechte im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG nicht überschreitet, wird dieses Angebot als freiwilliges Angebot qualifiziert.

Hier beschließt NewGame, sein Angebot an mehrere Bedingungen zu knüpfen, von denen sich eine auf Änderungen im Verwaltungsrat bezieht. In einer Klausel mit der Überschrift „Erneuerung des Verwaltungsrats“ machte NewGame sein Angebot nämlich davon abhängig, dass eine Generalversammlung abgehalten wird, um (i) alle aktuellen Mitglieder des Verwaltungsrats von GAM abzuberufen und (ii) alle von NewGame vorgeschlagenen Kandidaten unter Ausschluss aller anderen Kandidaten zu wählen. In der Praxis besteht NewGames Ziel also darin, den Verwaltungsrat einseitig zu kontrollieren.

Zur Erinnerung : Im Gegensatz zu einem Pflichtangebot oder einem freiwilligen Angebot zur Übernahme der Kontrolle unterliegt ein freiwilliges Angebot nicht der Mindestpreisregel. Ein freiwilliges Angebot kann jedoch an Bedingungen geknüpft werden, wenn der Bieter ein

begründetes Interesse daran hat, diese zu stellen, und wenn sie nicht optional sind (im Gegensatz zu den beiden anderen Angebotsformen, die bedingungslos sein müssen, sofern keine wichtigen Gründe vorliegen ; siehe dazu Art. 38 Abs. 1 FINMA-IMFV und Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK).

Angesichts dieser Bedingung erinnert die UEK zunächst an ihre Praxis im Zusammenhang mit freiwilligen Übernahmeangeboten. Im Rahmen solcher Angebote hat der Bieter, der nach Abschluss seines Angebots eine Kontrollbeteiligung, d.h. mehr als 33? % der Stimmrechte, halten würde, ein berechtigtes Interesse daran, die Kontrolle über den Verwaltungsrat zu übernehmen. Eine solche Bedingung ermöglicht es ihm nämlich, einen schnellen Übergang im Anschluss an das Angebot zu gewährleisten (insbesondere die Einführung eines neuen Managements, wie vom Bieter erwartet).

Die UEK hat sich nun mit unserem Sachverhalt befasst und auf den Unterschied zwischen dem NewGame-Angebot und einem freiwilligen Übernahmeangebot hingewiesen. Das Angebot von NewGame zielt auf eine Beteiligung von höchstens 27,1 % der Stimmrechte ab. Da NewGame ein Minderheitsaktionär bleibt (d. h. ein Aktionär, der weniger als 33? % der Stimmrechte hält), ist es ungewöhnlich und widerspricht den Grundsätzen guter Unternehmensführung, dass sie alle Mitglieder des Verwaltungsrats wählen kann. Mehr noch, es wäre zumindest zu erwarten, dass auch eine Mehrheit von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern ernannt wird, um insbesondere die in Art. 15 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance festgelegten Grundsätze einzuhalten. Die UEK kommt inzident zum Schluss, dass diese Bedingung unzulässig sei und aus dem Angebotsprospekt von NewGame gestrichen werden müsse.

Unserer Ansicht nach ist die Schlussfolgerung, zu der die UEK in diesem Fall gelangt ist, korrekt. Nach Abschluss des Angebots würde NewGame 27,1 % der Stimmrechte halten, das Unternehmen aber nicht kontrollieren. Dies gilt sowohl aus theoretischer (in Anwendung von Art. 135 Abs. 1 FinfraG) als auch aus praktischer Sicht (die anderen bedeutenden Aktionäre halten in jedem Fall 29 % der Stimmrechte und können beiläufig eine gewisse Form von Gegenmacht ausüben). Unserer Ansicht nach wäre die Frage anders zu beantworten, wenn es keine anderen bedeutenden Aktionäre gibt. In einem solchen Fall hätte NewGame, obwohl es in der Minderheit ist, versuchen können, eine mögliche De-facto-Kontrolle geltend zu machen, um seinen Griff nach dem Vorstand zu rechtfertigen. NewGame hat sich damit abgefunden und seine Beschwerde gegen die vorliegende Entscheidung zurückgezogen.

Reproduction autorisée avec la référence suivante: Lukaz Samb, Wenn der Wille zur Kontrolle auf die Realität der Kontrolle stösst, publié le 14 November 2023 par le Centre de droit bancaire et financier, https://cdbf.ch/de/1307/