

## **Auszug aus dem Protokoll des Regierungsrates des Kantons Zürich**

Sitzung vom 16. Februar 2011

### **197. Änderung des Börsengesetzes (Marktmissbrauch und Börsendelikte / Art. 32 Abs. 4, Anhörung)**

Mit Schreiben vom 24. Januar 2011 wendet sich das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) mit der Frage an die Kantonsregierungen, ob ein öffentliches Interesse an der Änderung von Art. 32 Abs. 4 des Börsengesetzes vom 24. März 1995 (BEHG; SR 954.1) bestünde und ob sie in die laufende Revision des Börsengesetzes aufgenommen werden solle.

Das SIF begründet das Geschäft wie folgt:

«Art. 32 Abs. 1 BEHG sieht vor, dass ein Aktionär, der den Grenzwert von 33 $\frac{1}{3}$  Prozent der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft überschreitet, ein öffentliches Angebot zum Kauf aller übrigen kotierten Beteiligungspapiere machen muss. Zweck der Angebotspflicht ist der Schutz der Minderheitsaktionäre vor einem für sie nachteiligen Kontrollwechsel. Sie sollen eine Ausstiegsmöglichkeit zu einem angemessenen Preis erhalten. Nach Art. 32 Abs. 4 BEHG muss der Preis des Angebots mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Daraus folgt, dass der Anbieter den verkaufenden Hauptaktionären vor der Publikation seines öffentlichen Kaufangebots in beschränktem Mass einen höheren Preis für ihre Aktien bezahlen darf als jenen, den er Minderheitsaktionären in seinem öffentlichen Kaufangebot offeriert. Der Gesetzgeber begründete die Zulässigkeit dieses höheren Preises, der sog. Kontrollprämie, im Wesentlichen damit, dass der Wert einer beherrschenden Beteiligung wirtschaftlich gesehen höher sei als derjenige von einzelnen Beteiligungspapieren.

Die Übernahmekommission ist zusammengefasst der Ansicht, die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie sei im europäischen Vergleich ein Unikum und verstosse gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre. Sie führe in der Praxis dazu, dass in vielen Fällen die Übernahme durch den vorausgehenden Erwerb einer Mehrheitsposition faktisch gesichert werde. Das im Anschluss lancierte Angebot diene nur noch der Übernahme von Restpositionen bzw. verkomme zu einer Pflichtübung, bei der den

Publikumsaktionären unbefriedigenderweise ein tieferer Preis offeriert werde. Die Übernahmekommission weist zudem darauf hin, dass die Öffentlichkeit und das Parlament anlässlich der Übernahme der Quadrant AG im Jahr 2009 die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie kritisiert haben. Aus diesen Gründen schlägt die Übernahmekommission eine Abschaffung oder zumindest die Einschränkung der Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie vor.»

Entscheidend ist vorliegend, dass der Aktienkäufer den verkaufenden Hauptaktionären vor der Publikation seines öffentlichen Kaufangebots in beschränktem Mass einen höheren Preis (sogenannte Kontrollprämie) für ihre Aktien bezahlen darf als jenen, den er Minderheitsaktionären in seinem öffentlichen Kaufangebot offeriert. Die vorgeschlagene Abschaffung dieser Kontrollprämie würde zu einer Gleichbehandlung der Aktionäre unabhängig von der Grösse ihres Aktienanteils führen.

Gemäss Art. 1 bezweckt das BEHG unter anderem die Sicherstellung der Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger. Mit seiner Privilegierung der Hauptaktionäre steht der geltende Art. 32 Abs. 4 BEHG dazu im Widerspruch. Andererseits würde die Aufhebung dieser Bestimmung zu einer (gegenüber bisher weiteren) Einschränkung der Vertragsfreiheit bei der Festlegung des Kaufpreises für eine Aktie führen, was auch die Übernahmekommission in ihrem Bericht «Kontrollprämie» vom 21. Januar 2011 festhält (Rn [31]ff. und [41]). – In diesem Spannungsfeld bewegt sich das Vorhaben.

Geht man bei der Frage nach dem öffentlichen Interesse vom Zweck des BEHG und den diesem zugrunde liegenden Verfassungsbestimmungen aus, die ein geordnetes Börsengeschäft sicherstellen sollen, steht das *spezialgesetzliche* öffentliche Interesse an einer Gleichbehandlung aller Aktionäre dem *grundsätzlichen* öffentlichen Interesse an der Wirtschaftsfreiheit als Grundrecht (Art. 27 Bundesverfassung [BV], SR 101) gegenüber, das allerdings unter den – hier erfüllten – Voraussetzungen von Art. 36 BV eingeschränkt werden kann. Angesichts der von der Übernahmekommission geschilderten problematischen Auswirkungen des heutigen Rechts überwiegt das spezialgesetzliche öffentliche Interesse gegenüber dem grundsätzlichen, weshalb eine Änderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG gerechtfertigt ist. Dies selbst dann, wenn damit eine (gegenüber bisher weitere) Einschränkung der Vertragsfreiheit verbunden ist.

Die Übernahmekommission legt in ihrem Bericht zwei Versionen vor: Eine vollständige Abschaffung der Kontrollprämie (Rn [41]ff.) und eine Beschränkung der Kontrollprämie auf Kontrollbeteiligungen

(Rn [47] ff.). Die vorangegangenen Ausführungen zum öffentlichen Interesse (Gleichbehandlung aller Aktionäre) lassen grundsätzlich auf die erste Version schliessen. Mit Blick auf den Eingriff in den allgemeinen Grundsatz der Vertragsfreiheit wäre aber auch die weniger weit gehende zweite Version zweckmässig. Beiden Vorschlägen wohnt indessen ein gegenüber der heutigen Rechtslage überwiegendes öffentliches Interesse inne. Die Entscheidung für die eine oder andere Version bedarf vertiefter Prüfung im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren, weshalb im jetzigen Zeitpunkt auf die Empfehlung einer bevorzugten Version zu verzichten ist.

Auf Antrag der Volkswirtschaftsdirektion

beschliesst der Regierungsrat:

I. Schreiben an das Eidgenössische Finanzdepartement (Zustelladresse: Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF, recht@sif.admin.ch):

Sie haben uns mit Schreiben vom 24. Januar 2011 zur Stellungnahme zur Änderung von Art. 32 Abs. 4 des Börsengesetzes eingeladen, wofür wir Ihnen danken. Wir äussern uns dazu wie folgt:

Geht man bei der Frage nach dem öffentlichen Interesse vom Zweck des Börsengesetzes (BEHG, Art. 1) und den diesem zugrunde liegenden Verfassungsbestimmungen aus, die ein geordnetes Börsengeschäft sicherstellen sollen, steht das *spezialgesetzliche* öffentliche Interesse an einer Gleichbehandlung aller Aktionärinnen und Aktionäre dem *grundsätzlichen* öffentlichen Interesse an der Wirtschaftsfreiheit als Grundrecht (Art. 27 Bundesverfassung [BV], SR 101) gegenüber, das allerdings unter den – hier erfüllten – Voraussetzungen von Art. 36 BV eingeschränkt werden kann. Angesichts der von der Übernahmekommission geschilderten problematischen Auswirkungen des heutigen Rechts überwiegt das spezialgesetzliche öffentliche Interesse gegenüber dem grundsätzlichen, weshalb eine Änderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG gerechtfertigt ist. Dies selbst dann, wenn damit eine (gegenüber bisher weitere) Einschränkung der Vertragsfreiheit verbunden ist. Wir erachten deshalb das öffentliche Interesse an einer Änderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG als gegeben. Die Entscheidung für die eine oder andere Version bedarf vertiefter Prüfung im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren, weshalb wir im jetzigen Zeitpunkt auf die Empfehlung einer bevorzugten Version verzichten.

II. Mitteilung an die Mitglieder des Regierungsrates sowie an die Volkswirtschaftsdirektion.



Vor dem Regierungsrat  
Der Staatsschreiber:

**Husi**