

Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten

Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem

Inhalt

I.	Einleitung	53
II.	Zur Funktion des Verwaltungsrates in öffentlichen Übernahmen	53
	1. Bei Kontrolltransaktionen	54
	2. Bei Going Private Transaktionen	55
III.	Zu den Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Allgemeinen und den Rechtsgrundlagen	56
	1. Gesellschaftsrechtliche Pflichten	56
	a) Die Pflicht zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses	56
	b) Die Gleichbehandlungspflicht	58
	c) Die Sorgfaltspflicht	60
	2. Übernahmerechtliche Pflichten	61
	a) Berichterstattungspflicht, Verbot von Abwehrmassnahmen, Gleichbehandlungspflicht, Anbieterpflichten sowie Meldepflicht	61
	b) Keine Neutralitätspflicht	62
	c) Der zeitliche Geltungsbereich der übernahmerechtlichen Pflichten	62
	3. Ad hoc-Publizität (Art. 72 Kotierungsreglement)	64
	4. Strafrechtliche Schranken	64
	a) Art. 42 BEHG und unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe (Art. 152 StGB)	65
	b) Ungetreue Geschäftsbesorgung (Art. 158 StGB)	65
	c) Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen (Art. 161 Ziff. 1 StGB)	66
	d) Kursmanipulation (Art. 161 ^{bis} StGB)	67
	e) Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses (Art. 162 StGB)	68
	f) Fazit	69
	5. Weitere einschlägige rechtliche Rahmenbedingungen	69
IV.	Zuständigkeit und Organisation des Verwaltungsrates im Bereich öffentlicher Übernahmen	70
	1. Zuständigkeit des Verwaltungsrates	70
	2. Unentziehbare und unübertragbare Aufgaben des Verwaltungsrates	70
	3. Organisation und Delegation	72

V.	Die Pflichten des Verwaltungsrates in der Vorangebotsphase	73
1.	Einleitung eines Übernahmeprozesses	73
2.	Keine Auktionspflicht	73
3.	Beurteilung eines Übernahmevorschlages	75
a)	Grundsätzliche Beurteilungspflicht	75
b)	Beurteilungskriterien	76
4.	Die Reaktion auf den Übernahmevorschlag	77
5.	Pre-Offer Due Diligence	79
a)	Notwendigkeit auf Seiten des Anbieters	79
b)	Problematik auf Seiten der Zielgesellschaft	80
c)	Ermessensentscheid des Verwaltungsrates	80
d)	Vertraulichkeitsvereinbarung und andere Schutzvorkehrungen	81
e)	Alternativen zur Pre-Offer Due Diligence	83
6.	Bekanntgabepflicht und Bekanntgabeaufschub (Ad hoc-Publizität)	85
a)	Bekanntgabepflicht	86
b)	Bekanntgabeaufschub	87
c)	Gewährleistung der umfassenden Vertraulichkeit beim Bekanntgabeaufschub	88
d)	Umgehende Information bei einem Informationsleck	90
VI.	Übernahmespezifische Vereinbarungen der Zielgesellschaft mit dem Anbieter	90
1.	Hintergrund und typischer Inhalt von sog. Transaction Agreements	90
2.	Ermessen und Schranken des Verwaltungsrates beim Abschluss übernahmespezifischer Vereinbarungen mit dem Anbieter	92
a)	Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlungspflicht als Schranken	92
b)	Übernahmerechtliche Berichterstattungspflicht als Schranke	93
c)	Übernahmerechtliche Gleichbehandlungspflicht als Schranke	93
d)	Verbot von Abwehrmassnahmen als Schranke	94
3.	Lock-up Vereinbarungen	94
4.	Break Fee Vereinbarungen	95
a)	Begriff, Funktion und vertragsrechtliche Natur	95
b)	Präzedenzfälle	96
c)	Zulässigkeit und Höhe	97
5.	No-Shop und No-Talk Vereinbarungen	98
6.	Keine Kontrahierungspflicht in Bezug auf einen konkurrierenden Anbieter	99
7.	Handeln in gemeinsamer Absprache	99
VII.	Übernahmespezifische Entschädigungsvereinbarungen mit dem Management	100
1.	Arten und Zweck von übernahmespezifischen Entschädigungen	100
2.	Zulässigkeit und Höhe	101
3.	Offenlegung im Bericht des Verwaltungsrates	103
VIII.	Berichterstattung des Verwaltungsrates und Fairness Opinion	103
1.	Berichterstattung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft	103
a)	Die Berichterstattung im Allgemeinen	104
b)	Bei potentiellen Interessenkonflikten	104
c)	Nachführungspflicht und Zwischenabschluss	106
2.	Fairness Opinion	107

IX. Fazit	109
Literaturverzeichnis	110

I. Einleitung

Der nachfolgende Beitrag befasst sich mit den Pflichten, welche der Verwaltungsrat in der ausserordentlichen Situation einer Kontrollübernahme seiner Gesellschaft im Auge zu behalten hat¹. Schwergewichtig werden die Pflichten im Vorangebotsstadium und weitere in der Praxis regelmässig wiederkehrende Fragen behandelt. Auf unfreundliche Szenarien und die Verhaltensregeln bei Interessenkonflikten, namentlich bei der Privatnahme einer kotierten Gesellschaft durch ihren Kontrollaktionär, sowie auf die Gleichbehandlungspflicht bei Vorliegen einer Konkurrenzofferte wird nur punktuell eingegangen. Für die Verhaltensregeln bei Interessenkonflikten sei auf den Beitrag von DANIEL DAENIKER und für die Gleichbehandlungspflicht im Falle konkurrierender Angebote auf die Ausführungen von ROLF WATTER in diesem Band verwiesen.

II. Zur Funktion des Verwaltungsrates in öffentlichen Übernahmen

Ein Übernahmeszenario stellt für die Zielgesellschaft eine ausserordentliche Situation dar. Kennzeichnend sind vor allem die strategische Bedeutung des Prozesses einerseits und der durch den Kapitalmarkt bedingte hohe Zeitdruck andererseits. In diesem Prozess übernimmt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, obschon sich das Angebot rechtlich nicht an ihn als Organ richtet, eine zentrale Funktion. Diese begründet sich namentlich damit, dass faktisch nur der Verwaltungsrat, allenfalls die oberste Geschäftsleitung, als Ansprech- und Verhandlungspartner der Übernahmeinteressentin in Frage kommt. Dies deshalb, weil die Publikumsaktionäre aufgrund ihrer zersplitterten Eigentümerstellung, ihres Informationsdefizits gegenüber dem mit der Geschäftsführung betrauten

¹ Dieser Beitrag bezieht sich auf die Übernahme von schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind (Art. 22 Abs. 1 BEHG), mittels eines öffentlichen Kauf-, Tausch- oder gemischten Angebots (vgl. Art. 39 BEHV-EBK).

Verwaltungsrat sowie mangels „Bargaining Power“ als Ansprechpersonen und Verhandlungspartner des Anbieters nicht geeignet sind².

1. Bei Kontrolltransaktionen

Bei Kontrolltransaktionen, in welchen der Anbieter mittels eines öffentlichen Übernahmeangebots die Kontrolle über die Zielgesellschaft erwerben will³, akzentuiert sich die Bedeutung des Verwaltungsrates dadurch, dass der Anbieter mehrheitlich nicht bereit oder in der Lage ist, ohne Mitwirkung der Zielgesellschaft ein bindendes Übernahmeangebot an die Aktionäre zu unterbreiten. Das hat in erster Linie zwei Gründe. Erstens geht es dem Anbieter darum, die *Erfolgsaussichten zu maximieren*, weil ein öffentliches Übernahmeangebot hohe Opportunitäts- und externe Kosten verursacht und mit einem Scheitern, insbesondere nach einem öffentlichen Übernahmekampf, unkalkulierbare Kapitalmarkt- und Reputationsrisiken verbunden sein können⁴. Unter diesem Gesichtspunkt wird der Anbieter vor allem dann die Unterstützung durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft suchen, wenn die Gesellschaft über statutarische Übernahmeschutzbestimmungen (namentlich Aktienübertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen) verfügt⁵. In einem solchen Fall kann der Anbieter sein Angebot zwar auf die Streichung bzw. Änderung der entsprechenden Statutenbestimmungen bedingen⁶. Er kann die dazu notwendige Generalversamm-

² Vgl. FRAUENFELDER, 35 ff. In jenen Fällen, da die Zielgesellschaft über einen Kontrollaktionär als direktem Verhandlungspartner des Anbieters verfügt, reduziert sich die faktische Bedeutung des Verwaltungsrates entsprechend; vgl. z.B. die Übernahme der Jelmoli Holding AG durch Pelham Investments SA (ein Kontrollaktionär mit ca. 60% der Stimmen) oder jene der Disetronic Holding AG durch Roche Holding AG (ein Kontrollaktionär mit einem Anteil von ca. 35%) im Jahr 2003.

³ Vgl. z.B. das öffentliche Kaufangebot der Alpine Select AG für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der EIC Electricity SA vom 8. August 2003; das öffentliche Kauf- und Umtauschangebot der Smith & Nephew Group plc für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Centerpulse AG vom 25. April 2003; das öffentliche Kauf- bzw. Umtauschangebot der Roche Holding AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von je CHF 5 der Disetronic Holding AG vom 24. März 2003.

⁴ Vgl. auch TSCHÄNI, Auktionsregel, 425.

⁵ Statutarische Übernahmeschutzbestimmungen sind weit verbreitet; vgl. den Überblick bei GEHRER, 225 ff.

⁶ Die Übernahmekommission lässt Generalversammlungsbeschlüsse zwecks Aufhebung von Übertragungs- oder Stimmrechtsbeschränkungen als Bedingungen des Angebots zu. Die Neuwahl des Verwaltungsrates durch eine ausschliesslich zu diesem Zweck einzuberufende Generalversammlung dürfte hingegen grundsätzlich nicht mehr akzeptiert werden; vgl. Empfehlungen *Centerpulse AG* vom 11. Juni 2003, E. 2.7.3, und *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, E. 2.2.2.

lung jedoch nur ausnahmsweise einberufen lassen⁷. Zweitens wird der Anbieter vor dem bindenden Angebot in aller Regel eine *Unternehmensprüfung* (*Due Diligence*) durchführen wollen bzw. müssen⁸. Da eine Due Diligence die Mitwirkung der Zielgesellschaft voraussetzt, liegt der Entscheid, ob es überhaupt zu einem öffentlichen Angebot kommt, faktisch oft beim Verwaltungsrat der Zielgesellschaft⁹. Daher ist die Mitwirkung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft einer Kontrolltransaktion in der Regel nicht bloss förderlich. In der Praxis ist sie in vielen Fällen eine unabdingbare Voraussetzung dafür, dass es überhaupt zu einem Übernahmeangebot kommt¹⁰.

2. Bei Going Private Transaktionen

Bei Going Private Transaktionen, in welchen ein Kontrollaktionär zwecks Privatnahme der Gesellschaft ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreiten will¹¹, ist die Bedeutung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft für das Angebot weniger ausgeprägt. Da der Anbieter die Gesellschaft in diesen Fällen bereits kontrolliert, ist er in der Regel nicht auf eine Due Diligence oder eine anderweitige Mitwirkung des Verwaltungsrates angewiesen. Andererseits nimmt die Bedeutung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft als „Vertreter“ der Interessen der Minderheitsaktionäre zu. Entsprechend verschiebt sich das Schwergewicht der Fragestellungen, mit welchen er sich auseinander zu setzen

⁷ Der Anbieter müsste 10% des Aktienkapitals oder (nach umstrittener Auffassung) Aktien im Nennwert von 1 Million Franken vertreten (Art. 699 Abs. 3 OR), was einen erheblichen Kapitaleinsatz bedingen würde. Ausserdem wäre nach einem Teil der Lehre vorausgesetzt, dass der Anbieter im entsprechenden Umfang als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen ist oder wird; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 6 N 143; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N 218; a.M. BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 699 N 12 f.

⁸ Vgl. WATTER, M&A IV, 2. Zu den Gründen vgl. Ziffer V.5.a) hinten.

⁹ Dies im Unterschied zu nicht kotierten Gesellschaften, wo Verkaufsverhandlungen in der Regel bereits im Anfangsstadium durch die Aktionäre selbst, und bei breiterem Aktionariat oft durch einen Aktionärskern, geführt werden; vgl. z.B. den Verkauf der Gaba-Gruppe durch ca. 80 Privatpersonen an Colgate-Palmolive im Dezember 2003.

¹⁰ Abgesehen vom Erfordernis einer vorgängigen Due Diligence kann es für Übernahmeinteressenten zudem rechtlich von vornherein ausgeschlossen sein, unfreundliche Übernahmen durchzuführen. Das trifft z.B. regelmässig auf Private Equity Investoren zu, deren Gesellschaftsstatuten unfreundliche Übernahmen oft ausdrücklich ausschliessen.

¹¹ Vgl. z.B. das öffentliche Kaufangebot der Hansa Aktiengesellschaft für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Pelham Investments SA vom 5. Oktober 2004; das öffentliche Kaufangebot der REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von je CHF 5 Nennwert der Bon appétit Group AG vom 16. September 2004; das öffentliche Kaufangebot der FIM AG für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Hero vom 14. April 2003.

hat. In erster Linie hat sich der Verwaltungsrat in dieser Situation auf die Eliminierung potentieller Interessenskonflikte und die objektive und transparente Beurteilung des Angebots nach dessen Publikation zu konzentrieren, während seine Rolle in der Vorangebotsphase weniger bedeutsam ist.

III. Zu den Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Allgemeinen und den Rechtsgrundlagen

1. Gesellschaftsrechtliche Pflichten

Die Pflichten des Verwaltungsrates einer Gesellschaft in einer Übernahmesituation leiten sich vorab aus den Bestimmungen von Art. 716 ff. OR ab. Im Vordergrund stehen die Pflicht zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses, die Gleichbehandlungspflicht und die Sorgfaltspflicht sowie die unübertragbare und unentziehbare Aufgabe der Oberleitung der Gesellschaft und der Oberaufsicht über die mit der Geschäftsführung betrauten Personen¹².

a) Die Pflicht zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses

Die Pflicht des Verwaltungsrates, die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren¹³, beinhaltet eine aktive Komponente und eine Unterlassungspflicht¹⁴. Im Unterlassungssinn hat der Verwaltungsrat schädigende Aktivitäten aufgrund eigener Interessen zu unterlassen (Treuepflicht im engeren Sinn). Im aktiven Sinne soll er sein Handeln auf die Interessen der Gesellschaft ausrichten. Darüber, was das Gesellschaftsinteresse in diesem Handlungssinne genau ausmacht, gehen die Auffassungen allerdings auseinander. Nach den Befürwortern des *Shareholder Value* Konzepts soll die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts die (einzige) Richtschnur sein, an welcher der Verwaltungsrat sein Handeln auszurichten hat¹⁵. Nach anderer Auffassung ist der Unternehmenswert zwar ein Kriterium, es sind jedoch auch die Interessen der anderen

¹² Art. 717, Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 u. 5 OR; zur Oberleitung und Oberaufsicht s. Ziffer IV. hinten.

¹³ Art. 717 Abs. 1 OR.

¹⁴ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 600 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 25 ff.

¹⁵ So z.B. BSK OR II-WATTER, Art. 717 N 16, 37 m.w.H.

interessierten Kreise (*Stakeholder*), namentlich der Mitarbeiter und der Volkswirtschaft, zu berücksichtigen¹⁶.

Auch in einer Übernahmesituation wird sich der Verwaltungsrat die Frage stellen, welche dieser möglicherweise widerstreitenden Interessen er in den Vordergrund stellen will. Dies namentlich dann, wenn einem attraktiven Preis absehbare Restrukturierungsmassnahmen mit möglichem Arbeitsplatzabbau gegenüber stehen¹⁷. Je nach „Temperament“ bzw. „Einstellung“ werden die einzelnen Mitglieder eher das eine oder das andere Interesse in den Vordergrund stellen. Allerdings sollte sich der Verwaltungsrat in einer solchen Lage stets vor Augen halten, dass die diesbezügliche Wertung letztlich nicht bei ihm, sondern durch Annahme oder Ablehnung des Angebots bei den *Aktionären* liegt. Der Verwaltungsrat muss sich daher in der Angebotsphase darauf konzentrieren, die für die Wertung wesentlichen Punkte zu erforschen und den Aktionären in transparenter Weise darzulegen, damit diese ihren Entscheid in voller Kenntnis der Sachlage treffen können¹⁸. Aber auch in der Vorangebotsphase sind der Preis, die übrigen Angebotsbedingungen und die Pläne der Übernahmeinteressentin in Bezug auf die Zielunternehmung nicht die einzigen Kriterien bei der Beurteilung eines Übernahmevorschlags. Wesentlich ist in diesem Stadium die Frage, ob es im Interesse der Gesellschaft liegt, den Prozess in Richtung einer Entscheidungsmöglichkeit der Aktionäre, das heisst eines Angebots, zu unterstützen¹⁹. Ist die Antwort positiv, werden die Aktionäre über das Angebot und damit die Zukunft des Zielunternehmens befinden.

In jedem Fall darf der Verwaltungsrat eigene Interessen und partikulare Interessen Dritter, soweit sie den Interessen der Gesellschaft entgegenlaufen, nicht berücksichtigen²⁰. In Kontrolltransaktionen sollen die Verwaltungsratsmitglieder, insbesondere die geschäftsführenden Verwaltungsräte, vorab ihr potentiell vor-

¹⁶ So z.B. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 26. Zur Shareholder Value Diskussion im Allgemeinen vgl. statt vieler NOBEL, § 11 N 23 ff. m.w.H.

¹⁷ Nach WATTER, M&A IV, 5, kann der Verwaltungsrat ein preislich attraktives Angebot mit dem Argument des absehbaren Arbeitsplatzabbaus nicht bekämpfen, wohl aber mit dem Argument, die Gesellschaft sei aufgrund einer falschen Marktbeurteilung durch die Börse unterbewertet.

¹⁸ Vgl. Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK.

¹⁹ Vgl. Ziffer V.3.b) hinten; im Zusammenhang mit Fusionen ferner ISLER, Break-up Fee, 91, wonach es zu den Aufgaben des Verwaltungsrates gehört, aktiv Entscheidungsmöglichkeiten der Generalversammlung in Bezug auf Unternehmenszusammenschlüsse zu schaffen.

²⁰ Vgl. dazu die Ausführungen von DAENIKER in diesem Band.

handenes Interesse am Erhalt der eigenen Position ausblenden²¹. Auch dürfen Überlegungen um die eigene Reputation im Falle des Zustandekommen des Angebots („Versagerrat“) das Urteilsvermögen nicht trüben, und ein ablehnender Verwaltungsrat sollte sich Rechenschaft darüber ablegen, ob seine Haltung unbewusst auf Trotz („wir können das besser als der Anbieter“)²² oder doch auf objektiven Kriterien beruht. In die andere Richtung gilt es, eigene oder partikuläre Drittinteressen am Zustandekommen des Angebots offen zu legen und durch geeignete Massnahmen nicht zur Wirkung kommen zu lassen. Solche Interessenlagen können insbesondere dann vorliegen, wenn Verwaltungsratsmitglieder wesentliche Aktienpositionen halten und mit dem Anbieter (auch) auf eigene Rechnung verhandeln, oder aber zum Anbieter in einem Abhängigkeitsverhältnis stehen, was vor allem bei Going Private Transaktionen der Fall sein kann.

b) Die Gleichbehandlungspflicht

Der Verwaltungsrat hat die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln²³. Daraus folgt im Übernahmekontext zunächst die Pflicht, alle Aktionäre in Bezug auf ein publiziertes Angebot und dessen Hintergründe im gleichen Umfang zu informieren. Auch für grössere Aktionäre muss es grundsätzlich bei der im Verwaltungsratsbericht abgegebenen Information bleiben, wobei auf Anfrage vertiefende Erläuterungen abgegeben werden dürfen²⁴. Vor der Publikation des Angebots sollte grundsätzlich jede selektive Information von Aktionären unterbleiben, da den Informanten andernfalls auch Straffolgen drohen können²⁵. Aus der aktienrechtlichen Gleichbehandlungspflicht folgt sodann, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Anbieter, der seine übernahmerechtliche Gleichbehandlungspflicht missachtet, nicht unterstützen darf²⁶. In einem solchen Fall, der in der Praxis soweit ersichtlich noch nicht vorgekommen ist, dürfte in der Regel bereits die Prüfstelle oder die Übernahme-

²¹ Vgl. BERNET, 24.

²² Zum Druck, dem sich ein Verwaltungsrat mit diesem Argument aussetzt, vgl. WATTER, M&A IV, 5.

²³ Art. 717 Abs. 2 OR.

²⁴ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 701; ferner LÜCHINGER, 237.

²⁵ Art. 161 Ziff. 1 StGB; vgl. dazu Ziffer III.4.c) hinten.

²⁶ Vgl. WATTER, M&A IV, 3 f.

kommission einschreiten²⁷. Unter dem Aspekt der aktienrechtlichen Gleichbehandlung stellt sich ferner die Frage, ob einem Übernahmeinteressenten, der bereits Aktionär ist, im Rahmen einer Due Diligence nicht öffentlich bekannte Unternehmensinformationen zugänglich gemacht werden dürfen. Sofern auch ein Nicht-Aktionär zu der Due Diligence zugelassen würde²⁸, ist die Frage zu bejahen, da eine Unternehmensprüfung im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot einen sachlichen Grund für eine Ungleichbehandlung darstellt und die Privilegierung im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot nicht unverhältnismässig erscheint²⁹.

Sodann fragt sich, unter welchen Voraussetzungen der Verwaltungsrat in einem abgestimmten Angebot den Anbieter, bzw. in einem Abwehrszenario einen zu Hilfe eilenden, freundlich gesinnten Aktionär, mit einem über dem statutarischen Grenzwert liegenden Aktienbesitz als Aktionär mit Stimmrecht anerkennen kann bzw. muss, wenn ihm die Statuten diesbezüglich ein Ermessen einräumen. Im Prinzip ist davon auszugehen, dass die Eintragung eines Aktienerwerbers in einer Grössenordnung, die zum Zustandekommen eines Angebots (im Falle der Eintragung des Anbieters) oder zu seinem Scheitern (im Falle der Eintragung des freundlich gesinnten Aktionärs) führt, in der Regel nicht statthaft ist³⁰. Dadurch würde dem eigentlichen Zweck der Prozentklausel, den Erwerb eines Kontrollpakets oder Quasi-Kontrollpakets auszuschliessen, zuwidergehandelt, was nicht dem Sinn und Zweck einer Ausnahmemöglichkeit entspricht. In Bezug auf den Anbieter bedeutet dies, dass er sein Angebot auch dann auf die Abschaffung der Vinkulierung in den Statuten der Zielgesellschaft bedingen sollte, wenn die konkrete Vinkulierungsbestimmung dem Verwaltungsrat ein Ermessen einräumt³¹. Andererseits sollte der Verwaltungsrat der Zielgesell-

²⁷ S. Art. 26 Abs. 1 lit. b UEV-UEK.

²⁸ Zur Abwägung und den Kriterien vgl. Ziffer V.5.c) hinten.

²⁹ Vgl. auch TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 27; zu den Voraussetzungen für eine Ungleichbehandlung vgl. BSK OR II-WATTER, Art. 717 N 23; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 9 N 12 ff.

³⁰ Vgl. Verfügung der EBK *Baumgartner Papiers Holding SA* vom 12. November 2001, E. 4.b); Empfehlung *Baumgartner Papiers Holding SA* vom 27. Juli 2001, E. 1.2; BÖCKLI, Aktienrecht, § 6 N 74 f., der für den zu Hilfe eilenden, freundlich gesinnten Aktionär inkonsequenterweise aber eine Ausnahme zulassen will; GEHRER, 111; ferner BSK OR II-OERTLE/DU PASQUIER, Art. 685d N 14.

³¹ Eine solche Bedingung ist zulässig; vgl. FN 6. Ebenfalls zulässig wäre die Bedingung, dass der Anbieter mit allen erworbenen Aktien als Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch eingetragen wird. Eine solche Bedingung lässt dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Wahl, ob er den Eintrag von sich aus vornehmen oder zwecks Abschaffung der Vinkulierung eine Generalversammlung einberufen will; vgl. Verfügung der EBK *Baumgartner Papiers Hol-*

schaft die selektive Eintragung eines freundlich gesinnten Aktienerwerbers im Abwehrkampf unterlassen, da damit potentiell eine Haftung verbunden sein könnte. Unglücklich ist, dass nach Ansicht des Bundesgerichts die Übernahmekommission und die Eidgenössische Bankenkommission gegen eine diskriminierende Eintragungspraxis durch den Verwaltungsrat nicht einschreiten können³². Ein Angreifer ist daher auf den Zivilprozessweg verwiesen, um die Eintragung eines dem Verwaltungsrat freundlich gesinnten Aktionärs zu beseitigen, was für sein Angebot in der Praxis in aller Regel das Aus bedeuten wird³³.

c) *Die Sorgfaltspflicht*

Der Verwaltungsrat hat seinen Aufgaben mit aller Sorgfalt nachzugehen³⁴. Auch im Übernahmekontext gilt ein objektivierter Sorgfaltsmassstab. Danach hat sich der Verwaltungsrat in einer Übernahmesituation so zu verhalten, wie es von einem abstrakt vorgestellten, ordnungsgemäss handelnden Verwaltungsrat in dieser Situation verlangt werden darf³⁵. Dies bedeutet, nicht zuletzt aufgrund der Aussergewöhnlichkeit einer Übernahmesituation und der Spezialität und Komplexität der sich stellenden Fragen, dass der Verwaltungsrat schon zu einem frühen Zeitpunkt Spezialisten, vor allem Investmentbanken, spezialisierte Anwälte und allenfalls Kommunikationsberater beiziehen sollte³⁶. Zu den Aufgaben, die der Verwaltungsrat sorgfältig wahrzunehmen hat, zählen namentlich auch seine übernahmerechtlichen Pflichten. Begeht der Verwaltungsrat übernahmerechtliche Fehler, publiziert er beispielsweise aus Unwissenheit seinen Bericht zu spät oder ohne Hinweis auf ihm bekannte Interessenkonflikte, handelt er regelmässig unsorgfältig. Unsorgfältig wäre es ferner auch, heute übliche und leicht umsetzbare Schutzvorkehrungen zur Minimierung von Prozessrisiken, zum Beispiel eine Geheimhaltungsvereinbarung mit dem Anbieter vor Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen, zu unterlassen³⁷. Blosser Ermessensfehler, wie etwa der Entscheid, einem ernsthaft erscheinenden Über-

ding SA vom 12. November 2001, E. 4.b); Empfehlung *Baumgartner Papiers Holding SA* vom 27. Juli 2001, E. 1.1.

³² Vgl. BGE 2A.394/2000 vom 2. Juli 2001 i.S. *Baumgartner Papiers Holding SA*, E. 1.4.1; dazu TSCHÄNI, SZW 2001, 298 ff.

³³ Kritisch auch TSCHÄNI, SZW 2001, 304.

³⁴ Art. 717 Abs. 1 OR.

³⁵ Vgl. ISLER, Sorgfalt, 2 m.w.H.; BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 575 f.

³⁶ Vgl. BSK OR II-WATTER, Art. 717 N 9; BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 165; KRNETA, N 1829; ISLER, Sorgfalt, 6 m.w.H.

³⁷ Vgl. auch Ziffer III.4.e).

nahmeinteressenten vertrauliche Informationen offen zu legen, und vor allem Ermessensentscheide im Bereich der Unternehmensbewertung, stellen demgegenüber keine Unsorgfalt dar, sofern die Regeln der Kunst beachtet wurden³⁸.

2. Übernahmerechtliche Pflichten

a) *Berichterstattungspflicht, Verbot von Abwehrmassnahmen, Gleichbehandlungspflicht, Anbieterpflichten sowie Meldepflicht*

In Bezug auf die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft sind die Bestimmungen des Börsengesetzes und der ausführenden Verordnungen zentral. Im Vordergrund stehen die im Gesetz ausdrücklich dem Verwaltungsrat auferlegten Pflichten, in einem inhaltlich vollständig und wahren Bericht zum Übernahmeangebot Stellung zu nehmen (*Berichterstattungspflicht*)³⁹ und keine Rechtsgeschäfte zu beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde (*Verbot von Abwehrmassnahmen*)⁴⁰. Sodann ist der Verwaltungsrat verantwortlich dafür, dass die Zielgesellschaft ihrer Verpflichtung nachkommt, konkurrierende Anbieter gleich zu behandeln (*Gleichbehandlungspflicht*)⁴¹. Ferner treffen die Zielgesellschaft, sofern sie mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelt – z.B. weil sie mit dem Anbieter eine qualifizierende Vereinbarung in Bezug auf das Angebot abgeschlossen hat⁴² oder durch den Anbieter bereits beherrscht wird⁴³ – sämtliche *Anbieterpflichten*⁴⁴, also die Prospektpflicht, die Gleichbehandlungspflicht in Bezug auf die Angebotsempfänger (namentlich die Best Price Rule) und die Pflicht zur Einhaltung der Mindestpreisvorschriften. Schliesslich hat die Zielgesellschaft die verschärfte *Meldepflicht* bei Erwerb oder Verkauf von Beteili-

³⁸ Zu Ermessensentscheiden und zur Business Judgment Rule vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 580 ff. m.w.H.

³⁹ Art. 29 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 29 UEV-UEK; vgl. dazu Ziffer VIII.1 hinten.

⁴⁰ Art. 29 Abs. 2 BEHG. Zu der Bezeichnung als „Neutralitätspflicht“ vgl. Ziffer III.2.b) hinten.

⁴¹ Art. 48 UEV-UEK.

⁴² Zu diesem Fall vgl. Ziffer VI.7 hinten.

⁴³ In den bisher zu beurteilenden Fällen, in welchen Beherrschung angenommen wurde, lag der Anteil des Anbieters über 50%, in einem Fall knapp darunter; vgl. TSCHÄNI, M&A VI, 212 f. Ferner hat die Übernahmekommission in einem Fall, in welchem der Anbieter mit der Mehrheit der Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft gewisse Mandatsverträge abgeschlossen hatte, eine Kontrolle der Zielgesellschaft durch den Anbieter bejaht; vgl. Empfehlung *Maag Holding AG* vom 20. Dezember 2004, E. 3.3.

⁴⁴ Art. 24 Abs. 3 BEHG. Zum Ganzen vgl. TSCHÄNI, M&A VI, 185 ff.

gungspapieren während der Angebotsfrist zu beachten, wenn sie mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelt oder mindestens 5% eigene Aktien hält⁴⁵. Gegebenenfalls hat der Verwaltungsrat sicherzustellen, dass die Zielgesellschaft auch diese Pflichten befolgt.

b) *Keine Neutralitätspflicht*

Die Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, Abwehrmassnahmen zu unterlassen, wird im Schrifttum zum Teil als „Neutralitätspflicht“ bezeichnet⁴⁶. Die Bezeichnung ist irreführend und sollte vermieden werden. Dem Übernahmerecht kann keine Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft entnommen werden, sich gegenüber einem oder mehreren Angeboten neutral zu verhalten. Im Gegenteil hat er das Recht und die Pflicht, ein Angebot zu unterstützen, es abzulehnen oder sich einer Empfehlung zu enthalten⁴⁷. Dies gilt auch und gerade im Fall konkurrierender Angebote⁴⁸. Allerdings hat der Verwaltungsrat das Verbot von Abwehrmassnahmen und bei konkurrierenden Angeboten die Gleichbehandlungspflicht zu beachten.

c) *Der zeitliche Geltungsbereich der übernahmerechtlichen Pflichten*

Die übernahmerechtlichen Pflichten der Zielgesellschaft entstehen in zeitlicher Hinsicht grundsätzlich erst mit bzw. nach der Veröffentlichung der *Voranmeldung* bzw. des Angebots durch den Anbieter. Die Auffassung, wonach die Zielgesellschaft an die übernahmerechtlichen Pflichten gebunden sei, sobald sie vom Angebotsentschluss des Anbieters Kenntnis erhält⁴⁹, ist mangels Grundlage im Gesetz und in den Verordnungen nicht zutreffend. Der zeitliche Anknüpfungspunkt ist für die einzelnen Pflichten unterschiedlich. Die Anbieterpflichten und die Meldepflicht, soweit sie die Zielgesellschaft betreffen, entstehen mit der Voranmeldung bzw. mit dem Angebot. Die Berichterstattungspflicht

⁴⁵ Art. 31 Abs. 1 BEHG. Zudem hat die Zielgesellschaft vermutete Verletzungen der Meldepflicht durch Dritte der Übernahmekommission mitzuteilen (Art. 31 Abs. 4 BEHG).

⁴⁶ So namentlich durch BÜHLER; s. auch WERLEN, 295 f., 306.

⁴⁷ Art. 29 Abs. 3 UEV-UEK; prägnant BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 184.

⁴⁸ Vgl. z.B. die Berichte des Verwaltungsrates der InCentive Capital AG vom 14. August 2003 und der Centerpulse AG vom 21. August 2003 sowie die entsprechende Empfehlung *Centerpulse AG* und *InCentive Capital AG* vom 15. August 2003, E. 3; vgl. ferner FRAUENFELDER, 207.

⁴⁹ So sinngemäss BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 157 f., N 189.

aktualisiert sich mit dem Angebot⁵⁰, und die Gleichbehandlungspflicht setzt ein konkurrierendes Angebot oder eine Voranmeldung dazu voraus. Auch das übernahmerechtliche Verbot von Abwehrmassnahmen entsteht grundsätzlich erst mit der Voranmeldung⁵¹. Sofern der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vor der Voranmeldung allerdings Abwehrmassnahmen trifft, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen, sind sie auch in übernahmerechtlicher Hinsicht unzulässig⁵², und die Übernahmekommission kann nach der Voranmeldung bzw. dem Angebot gegen solche Rechtsgeschäfte einschreiten⁵³. Unter welchen Voraussetzungen eine Abwehrmassnahme offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzt, ist im Einzelnen umstritten. Unseres Erachtens verdient die einschränkende Auslegung den Vorzug, wonach nur die Nichtigkeitsfälle des Art. 706b OR, vor allem Verstösse gegen die Grundstruktur der Aktiengesellschaft und den Kapitalschutz, erfasst werden, während das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot und die Verpflichtung zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses hier nicht einzuordnen sind⁵⁴. Allerdings läuft der Verwaltungsrat, der in Kenntnis eines bevorstehenden Angebots kurz vor der Voranmeldung noch Abwehrmassnahmen beschliesst, ein nicht unerhebliches Risiko, seine aktienrechtlichen Pflichten zu verletzen. Dies gilt auch dann, wenn die Abwehrmassnahmen zwar nicht offensichtlich gesellschaftsrechtswidrig sind, nach der Voranmeldung übernahmerechtlich aber unzulässig wären.

Obwohl die übernahmerechtlichen Pflichten der Zielgesellschaft in zeitlicher Hinsicht regelmässig an die Voranmeldung bzw. das Angebot anknüpfen, hat sie der Verwaltungsrat bereits im Vorangebotsstadium im Auge zu behalten. So muss er etwa bei der Offenlegung von Unternehmensinformationen im Rahmen der Due Diligence durch einen Übernahmeinteressenten berücksichtigen, dass ein konkurrierender Anbieter grundsätzlich den übernahmerechtlichen An-

⁵⁰ Art. 32 Abs. 1 und 2 UEV-UEK.

⁵¹ Art. 35 Abs. 2 i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. c UEV-UEK i.V.m. Art. 29 Abs. 2 BEHG; vgl. BÜHLER, 26; GEHRER, 29; KRNETA, N 1605 ff.; a.M. BÖCKLI, § 7 N 157 f., N 189 m.w.H. Ob Abwehrmassnahmen, die zwar vor der Voranmeldung bzw. dem Angebot beschlossen, auf diese aber bedingt sind, durch Art. 29 Abs. 2 BEHG und Art. 35 Abs. 2 UEV-UEK erfasst werden, ist unklar.

⁵² Art. 36 UEV-UEK i.V.m. Art. 29 Abs. 3 BEHG.

⁵³ Gestützt auf Art. 3 UEV-UEK. Zur zuständigerrechtlichen Bedeutung von Art. 36 UEV-UEK vgl. FRAUENFELDER, 161 f.

⁵⁴ BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 230 m.w.H.

spruch auf Offenlegung derselben Informationen haben wird⁵⁵, was einen Einfluss auf die Offenlegungspolitik bereits gegenüber dem ersten Übernahmementressenten haben kann (der in der Praxis allerdings oft überschätzt wird⁵⁶). Insbesondere aber hat der Verwaltungsrat im Vorfeld eines Angebots dafür zu sorgen, dass mit dem Anbieter keine Vereinbarung abgeschlossen wird, die es ihm oder der Zielgesellschaft verunmöglicht, die übernahmerechtlichen Pflichten zu erfüllen⁵⁷.

3. Ad hoc-Publizität (Art. 72 Kotierungsreglement)

Gemäss Art. 72 KR hat der Emittent den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und nicht öffentlich bekannt sind, zu informieren. Die Ad hoc-Publizitätspflicht bzw. die Möglichkeit, die Bekanntgabe aufzuschieben, ist in jedem Übernahmeszenario von Bedeutung. Dementsprechend hat ihr der Verwaltungsrat die nötige Aufmerksamkeit zu schenken⁵⁸.

4. Strafrechtliche Schranken

Neben den aktienrechtlichen und börsenrechtlichen Rahmenbedingungen hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Übernahmeszenario auch strafrechtliche Schranken zu beachten. Abgesehen von eigentlichen Betrugsfällen erscheinen insbesondere der Tatbestand der unwahren Angaben über kaufmännische Gewerbe, die ungetreue Geschäftsbesorgung, das Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen, die Kursmanipulation sowie der Tatbestand der Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses als relevant⁵⁹.

⁵⁵ Art. 48 Abs. 1 UEV-UEK. Vgl. Empfehlungen *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, E. 3.1; *Centerpulse AG* vom 11. Juni 2003, E. 3.1; *Intersport PSC Holding AG* vom 7. August 2000, E. 1.1, vom 11. August 2000, E. 1.1 und E. 1.2, und vom 28. September 2000, E. 1.1 m.w.H.

⁵⁶ S. dazu Ziffer V.5 hinten.

⁵⁷ S. dazu Ziffer VI.2 hinten.

⁵⁸ S. dazu Ziffer V.6 hinten.

⁵⁹ Art. 152, Art. 158, Art. 161, Art. 161^{bis} sowie Art. 162 StGB.

a) *Art. 42 BEHG und unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe (Art. 152 StGB)*

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss einen wahren und vollständigen Bericht zum Angebot publizieren⁶⁰. Wird die Stellungnahme vorsätzlich nicht erstattet oder nicht publiziert, oder werden im Bericht unwahre oder unvollständige Angaben gemacht, droht den Verwaltungsratsmitgliedern nach der börsengesetzlichen Spezialstrafbestimmung von Art. 42 BEHG eine Busse von bis zu 200'000 Franken. Bei unwahren oder unvollständigen Angaben von erheblicher Bedeutung, welche die Aktionäre dazu veranlassen können, das Angebot anzunehmen oder nicht anzunehmen⁶¹, kann der Tatbestand der unwahren Angaben über kaufmännische Gewerbe gemäss Art. 152 StGB vorliegen und die Strafe auf Gefängnis oder Busse lauten⁶². Die Strafnorm dürfte bei gegebenen Voraussetzungen auch auf den Fall anwendbar sein, in welchem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft an der Erstellung des Prospektes des Anbieters mitwirkt oder mitwirken lässt, was bei freundlichen, mit der Zielgesellschaft abgestimmten Angeboten nicht selten vorkommt.

b) *Ungetreue Geschäftsbesorgung (Art. 158 StGB)*

Verwaltungsratsmitglieder und andere Organe, die in Verletzung ihrer Pflichten vorsätzlich bewirken oder zulassen, dass die Gesellschaft am Vermögen geschädigt wird, setzen sich nicht nur potentiellen zivilrechtlichen Haftungsfolgen gegenüber Aktionären und Gläubigern aus, sondern begehen unter Umständen auch eine ungetreue Geschäftsbesorgung⁶³. Der Tatbestand zeichnet sich durch seine Offenheit in Bezug auf die Tathandlung aus, was die Vorhersehbarkeit schwierig gestalten kann⁶⁴. Im vorliegenden Zusammenhang kann im Prinzip jede Verletzung von aktien- oder börsenrechtlichen Pflichten die Strafbarkeit

⁶⁰ Art. 29 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 29 Abs. 1 und 2 UEV-UEK.

⁶¹ Zu denken ist etwa an falsche positive Angaben zur zukünftigen Unternehmensentwicklung in einem Abwehrszenario, aufgrund dessen die Aktionäre das unfreundliche Angebot, da vermeintlich zu tief, nicht annehmen. Zur Vermögensdisposition i.S.v. Art. 152 StGB durch Unterlassen vgl. BSK StGB II-WEISSENBERGER, Art. 152 N 14.

⁶² Eine Tatbegehung nach Art. 152 StGB dürfte eine solche nach Art. 42 BEHG konsumieren; vgl. BSK Kapitalmarktrecht-TSCHÄNI, Art. 42 BEHG N 10.

⁶³ Art. 158 StGB. Es ist unbestritten, dass Verwaltungsratsmitglieder in Bezug auf ihre Gesellschaft als Täter im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 StGB qualifizieren; vgl. BSK StGB II-NIGGLI, Art. 158 N 22, m.H. auf die reiche Rechtspraxis. – Die Strafdrohung lautet im Grundtatbestand auf Gefängnis, bei Bereicherungsabsicht droht Zuchthaus bis zu fünf Jahren.

⁶⁴ Vgl. auch BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 677.

begründen, sofern sie tatsächlich zu einer Schädigung des Gesellschaftsvermögens führt. Immerhin ist (Eventual-)Vorsatz vorausgesetzt, sodass selbst eine grobfahrlässige Pflichtwidrigkeit straflos bleibt⁶⁵. Vor diesem Hintergrund sind namentlich Break Fee Verpflichtungen der Zielgesellschaft oder spezielle Entschädigungen an (leitende) Mitarbeiter in offensichtlich unverhältnismässiger Höhe auch unter strafrechtlichen Gesichtspunkten kritisch zu beurteilen⁶⁶.

c) Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen (Art. 161 Ziff. 1 StGB)

Verwaltungsrats- oder Geschäftsleitungsmitglieder, die in Übernahmegespräche involviert sind, werden in einem gewissen Zeitpunkt bestimmte weitere Personen einweihen bzw. einweihen müssen, so namentlich den Gesamtverwaltungsrat, (weitere) Mitglieder der obersten Geschäftsleitung oder externe Berater. Die Frage stellt sich, ob sie sich dadurch dem Risiko aussetzen, als „Tippgeber“ den Insidertatbestand zu erfüllen⁶⁷. Die Frage ist in aller Regel deutlich zu verneinen. Zwar können Übernahmeverhandlungen, deren Abschluss noch nicht gesichert, aber doch wahrscheinlich ist, die Schwelle von kursrelevanten Tatsachen im Sinne der Bestimmung erreichen⁶⁸. Allerdings fehlt es den Insidern, welche eine solche Information im Zusammenhang mit der Evaluation einer Übernahme oder in Erfüllung gesetzlicher Informationspflichten⁶⁹ an andere Personen weiterleiten, am (Eventual-)Vorsatz in Bezug auf die Verschaffung des eigenen oder fremden Vermögensvorteils⁷⁰. Um Missverständnisse und

⁶⁵ Vgl. BSK StGB II-NIGGLI, Art. 158 N 116.

⁶⁶ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 206. Zu Break Fees und Sonderentschädigungen an das Management vgl. Ziffer VI.4 und Ziffer VII hinten.

⁶⁷ Art. 161 Ziff. 1 StGB.

⁶⁸ Vgl. Urteil des Bezirksgerichts Zürich vom 8. Februar 2000, 19; bestätigt durch das Obergericht des Kantons Zürich, Urteil vom 25. Juni 2001, E. III.I.1. Nach der Lehre können unter Umständen bereits diesbezügliche feste Absichten oder gar „Überlegungen in der Chefetage“ Tatsachen im Sinne der Bestimmung darstellen; vgl. STRATENWERTH/JENNY, § 21 N 8 m.w.H.; BSK StGB II-PETER, Art. 161 N 24.

⁶⁹ So z.B. Art. 715a OR bei der Information anderer Verwaltungsratsmitglieder.

⁷⁰ Ob diesbezüglich direkter Vorsatz erforderlich ist oder Eventualvorsatz genügt, ist umstritten; vgl. BSK StGB II-PETER, Art. 161 N 32; STRATENWERTH/JENNY, § 21 N 22 f., jeweils m.w.H. Im vorliegenden Zusammenhang dürfte die Frage in der Regel ohne Bedeutung sein, da es auch am Eventualvorsatz fehlt. Der Insider, der die Information zu den beschriebenen Zwecken an ausgewählte Personen weitergibt, rechnet nicht damit, und nimmt nicht in Kauf, dass sich ein anderer einen Vermögensvorteil verschafft. – Vgl. auch BSK StGB II-PETER, Art. 161 N 28, wonach die Weitergabe einer vertraulichen Information an einen Dritten, die vom Insider nicht vorsätzlich zum Zweck eines verwertbaren Tipps, sondern aus anderen Gründen erfolgt, für den Insider und den Dritten in der Schweiz nicht strafbar ist.

mögliche spätere Beweisprobleme zu vermeiden, empfiehlt es sich aber – auch unter dem Blickwinkel des Insiderdatbestandes – dafür zu sorgen, dass die eingeweihten Personen Insider-Erklärungen abgeben⁷¹.

Auf den an sich eindeutigen Fall, in welchem Verwaltungsratsmitglieder oder andere Eingeweihte in der kritischen Phase auf eigene oder fremde Rechnung Aktien der beteiligten Gesellschaften oder andere vom Tatbestand erfasste Effekten kaufen oder verkaufen, wird hier nicht weiter eingegangen. Solche Handlungen können nicht nur strafbar sein, sondern werden oft auch eine Verletzung der aktienrechtlichen Treuepflicht darstellen⁷². Ob der (Rück-)Kauf eigener Aktien durch die Zielgesellschaft (vertreten durch ihre Organe) im Vorfeld einer Übernahme nach dem Grundsatz „Niemand kann sein eigener Insider sein“ keinen Insiderhandel darstellt, ist nicht gesichert und lässt sich wohl nicht für alle Konstellationen einheitlich beantworten⁷³.

d) Kursmanipulation (Art. 161^{bis} StGB)

Der Tatbestand der Kursmanipulation kann unter anderem im Vorfeld von unfreundlichen Übernahmeangeboten Relevanz erlangen, wo der auf Abwehr eingestellte Verwaltungsrat ein Interesse an möglichst hohen Börsenkursen der Aktien seiner Gesellschaft hat. Verbreitet er zum Zweck, den Kurs hochzutreiben, mit Einverständnis eines nahe stehenden Dritten beispielsweise die unwahre Information, dieser Dritter evaluiere ein Übernahmeangebot auf die Zielgesellschaft zu einem bestimmten (hohen) Preis, kann eine Bestrafung wegen Kursmanipulation in Betracht kommen. Zu denken ist etwa auch an den Fall des fiktiven Handels mit Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft durch eine im Rahmen eines Abwehrmandats auf Rechnung der Zielgesellschaft handelnde Investmentbank. Nach näherer Prüfung wird in diesen wie in anderen einschlägigen Fällen aber oft fraglich sein, ob die betreffenden Verwaltungsratsmitglieder in der Absicht handeln, für sich oder für Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen, was für die Strafbarkeit nach Art. 161^{bis} StGB aber vorausgesetzt wäre⁷⁴.

⁷¹ Vgl. dazu Ziffer V.6. hinten.

⁷² Art. 717 Abs. 1 OR; vgl. BSK OR II-WATTER, Art. 717 N 19.

⁷³ Vgl. NOBEL, § 15 N 12; ferner BSK StGB II-PETER, Art. 161 N 12 m.w.H.

⁷⁴ Zumal – abgesehen von der in solchen Fällen oft fehlenden Bereicherungsabsicht – auch unklar ist, wie das Erfordernis der Unrechtmässigkeit überhaupt zu verstehen ist; vgl. BSK StGB II-AMSTUTZ/REINERT, Art. 161^{bis} N 26 ff.; STRATENWERTH/JENNY, § 21 N 44, jeweils m.w.H.

e) *Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses (Art. 162 StGB)*

Schliesslich fragt sich, ob die uneingeschränkte Offenlegung von Geschäftsinformationen an eine Übernahmeinteressentin im Rahmen der Due Diligence mit dem Straftatbestand der Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses vereinbar ist. Sofern die Offenlegung auf einem entsprechenden Beschluss des Verwaltungsrates oder Entscheid der Geschäftsleitung beruht, ist die Frage zu bejahen. Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisse sind alle einen Fabrikationsvorgang der Gesellschaft betreffenden oder anderweitig geschäftsrelevanten und weder offenkundigen noch allgemein zugänglichen Tatsachen, an deren Geheimhaltung die Gesellschaft ein berechtigtes Interesse hat und die sie *tatsächlich geheim halten will*⁷⁵. Im Entscheid des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung, solche Tatsachen einem spezifischen Übernahmeinteressenten (und aufgrund der übernahmerechtlichen Gleichbehandlungspflicht auch allfälligen konkurrierenden Anbietern) offen zu legen, manifestiert sich in Bezug auf diese Dritte die Aufgabe des Geheimhaltungswillens durch die Gesellschaft als Geheimnisherrin⁷⁶. Daher fehlt es bereits an der Tatbestandsmässigkeit⁷⁷. Zu beachten ist, dass die Übernahmeinteressentin bzw. ihre Repräsentanten keine Geheimhaltungspflicht im Sinne von Art. 162 StGB trifft, sofern sie sich nicht vertraglich zur Geheimhaltung verpflichtet haben. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sollte daher für den Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung besorgt sein⁷⁸. Im Unterlassungsfall kann unter Umständen der Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung vorliegen⁷⁹.

Soweit die Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen nicht auf einem Beschluss oder zumindest impliziten Entscheid des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung beruht, ist bei der Bekanntgabe von Geschäftsgeheimnissen ein Risiko der Strafbarkeit gegeben. Das Risiko besteht namentlich auch dann, wenn der Verwaltungsrat oder die Geschäftsleitung die Durchführung einer Due Diligence unter dem ausdrücklichen Vorbehalt, dass vertrauliche Informationen nicht bzw. erst in einem späteren Zeitpunkt offen gelegt werden dürfen,

⁷⁵ Vgl. BGE 80 IV 22, 27; 103 IV 283, 284; 109 Ib 47, 56; 118 Ib 547, 559; BSK StGB II-AMSTUTZ/REINERT, Art. 162 N 11 ff. m.w.H.; STRATENWERTH/JENNY, § 32 N 3.

⁷⁶ Vgl. auch TSCHÄNI, 2. Kap. FN 28 m.w.H.; ferner HÖHN, 43 m.w.H.

⁷⁷ Die Einwilligung in die Bekanntgabe schliesst nicht erst die Rechtswidrigkeit, sondern bereits die Tatbestandsmässigkeit aus; vgl. BSK StGB II-AMSTUTZ/REINERT, Art. 162 N 14.

⁷⁸ Vgl. auch Ziffer V.5.d) hinten.

⁷⁹ Art. 158 StGB; vgl. dazu Ziffer III.4.b) vorn.

genehmigt hat. In diesem Fall ist der nach wie vor bestehende Geheimhaltungswille der Zielgesellschaft ohne weiteres erkennbar⁸⁰.

f) *Fazit*

Im Prinzip scheint es, dass das Strafrecht dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft keine über die aktien- und übernahmerechtlichen Pflichten hinausgehenden Handlungs- oder Unterlassungspflichten auferlegt und in der Regel nur qualifizierte Pflichtverletzungen erfasst. Insbesondere sind alle einschlägigen Straftatbestände Vorsatzdelikte, sodass selbst grobfahrlässige Pflichtwidrigkeiten bzw. Tathandlungen nicht strafbar sind. Dennoch dürfte es in kritischen Situationen angezeigt sein, die in Frage kommenden Straftatbestände im Einzelnen zu prüfen.

5. Weitere einschlägige rechtliche Rahmenbedingungen

Neben den gesellschafts- und übernahmerechtlichen Pflichten sowie den strafrechtlichen Schranken hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit einem Übernahmeszenario selbstverständlich weitere einschlägige Rechtsregeln zu beachten. So muss er allfällige Vertragsverhandlungen mit dem Anbieter auf Seiten der Zielgesellschaft nach *Treu und Glauben* führen, woraus nach der herrschenden Lehre fallweise eine Aufklärungspflicht abzuleiten ist⁸¹. Sollte der Verwaltungsrat nicht nach seinen wirklichen Absichten verhandeln oder eine allfällige Aufklärungspflicht nicht wahrnehmen, wird die Zielgesellschaft unter Umständen aus *culpa in contrahendo* haftbar⁸². Sofern das Angebot unterbreitet wird und zustande kommt, stellt die Haftung der Zielgesellschaft für den Anbieter wirtschaftlich allerdings einen *non-valeur* dar. Ferner ist auf die *Datenschutzgesetzgebung* sowie die Bestimmung von Art. 328b OR hinzuweisen, welchen der Verwaltungsrat bei der Offenlegung von personenbezogenen Daten, namentlich der Arbeitnehmer, im Rahmen der Due Diligence die notwendige Aufmerksamkeit zu schenken hat⁸³.

⁸⁰ Zur Erkennbarkeit des Geheimhaltungswillens im Allgemeinen vgl. BSK StGB II-AMSTUTZ/REINERT, Art. 162 N 14 m.w.H.

⁸¹ Vgl. BSK OR I-HONSELL, Vorbem. zu Art. 197-210 N 6; TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 4, jeweils m.w.H.

⁸² Vgl. TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 7.

⁸³ S. dazu auch Ziffer V.5.d) hinten.

IV. Zuständigkeit und Organisation des Verwaltungsrates im Bereich öffentlicher Übernahmen

1. Zuständigkeit des Verwaltungsrates

Der Verwaltungsrat führt die Geschäfte der Gesellschaft und fasst in allen Angelegenheiten Beschluss, die nach Gesetz oder Statuten nicht der Generalversammlung zugeteilt sind⁸⁴. Damit ist der Verwaltungsrat auch zur Führung des „Geschäfts“ einer öffentlichen Übernahme seiner Gesellschaft zuständig, und zwar unter Ausschluss der Generalversammlung⁸⁵. Letztere wäre dazu gar nicht in der Lage⁸⁶. Kompetenzzuweisungen an die Generalversammlung würden eine Übernahme der Gesellschaft von vornherein verunmöglichen oder mindestens stark erschweren. Beschlüsse der Generalversammlung, welche in die Zuständigkeit des Verwaltungsrates eingriffen, wären daher ungültig⁸⁷. Eine Statutenbestimmung beispielsweise, welche für die Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen im Rahmen einer Due Diligence einen Beschluss der Generalversammlung voraussetzen würde, wäre nichtig⁸⁸. Der Zuständigkeitsbereich des Verwaltungsrates steht einzig unter dem Vorbehalt gesetzlicher Kompetenzzuweisungen an die Generalversammlung, wie etwa deren Zuständigkeit zur Aufhebung einer statutarischen Vinkulierung⁸⁹ oder zur Vornahme von Abwehrmassnahmen nach der Voranmeldung⁹⁰.

2. Unentziehbare und unübertragbare Aufgaben des Verwaltungsrates

Die Führung des Prozesses einer öffentlichen Übernahme seitens der Zielgesellschaft stellt eine Oberleitungsaufgabe des Verwaltungsrates dar und kann nicht an die Geschäftsleitung oder sonstige Dritte delegiert werden⁹¹. Dies folgt aus der strategischen Bedeutung einer Übernahme für die Gesellschaft im Allgemeinen, und damit des Prozesses, der zu einem Übernahmeangebot führt,

⁸⁴ Art. 716 OR.

⁸⁵ Zur ausschliesslichen Geschäftsführungskompetenz des Verwaltungsrates vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 282 f.

⁸⁶ Zu den Gründen vgl. Ziffer II vorn.

⁸⁷ Vgl. FRAUENFELDER, 11.

⁸⁸ Zur Nichtigkeitsfolge bei Kompetenzeingriffen vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 449 ff.

⁸⁹ Art. 685a Abs. 1 i.V.m. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR.

⁹⁰ Art. 29 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 35 und Art. 9 Abs. 3 lit. c UEV-UEK.

⁹¹ Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

sowie der mit dem Prozess verbundenen Risiken im Speziellen⁹². Auch der Börsengesetzgeber hat diese Wertung so vorgenommen, indem er die Beurteilung des Angebots und die Stellungnahme dazu dem Verwaltungsrat auferlegt hat⁹³.

Als Folge seiner unübertragbaren und unentziehbaren Oberleitungsaufgabe ist der Verwaltungsrat nach einer gängigen Formel zwar für alle wesentlichen Entscheide verantwortlich, muss aber nicht alles selber tun⁹⁴. Der Verwaltungsrat kann (und muss) einzelne Aufgaben, wie z.B. die Verhandlungsführung, Verwaltungsratsausschüssen⁹⁵ oder der Geschäftsleitung zuweisen, und wird die hierzu nötigen Weisungen erteilen. *Zentrale Weichenstellungen* bleiben jedoch zwingend dem Gesamtverwaltungsrat vorbehalten. Dazu gehört namentlich der *Grundsatzentscheid*, ob mit einem Übernahmeinteressenten in konkrete Übernahmeverhandlungen eingetreten wird, und vor allem, ob eine *Due Diligence* über die Zielgesellschaft zugelassen wird und ob in deren Rahmen vertrauliche Informationen offen gelegt werden. Ferner sind wesentliche Vereinbarungen mit dem Anbieter, z.B. in Bezug auf eine Break Fee, dem Gesamtverwaltungsrat zur Beschlussfassung vorzulegen, wohingegen Verträge eher technischer Natur, etwa Geheimhaltungsvereinbarungen, nicht notwendigerweise durch den Verwaltungsrat genehmigt werden müssen. Nicht delegierbar ist sodann die Pflicht des Verwaltungsrates, in eigenem Namen zum publizierten Angebot in einem öffentlichen Bericht Stellung zu nehmen⁹⁶.

Über seine Führungsverantwortung im Rahmen eines konkreten Projekts hinaus sollte der Verwaltungsrat bereits „in Friedenszeiten“, bevor irgendein Übernahmevorschlag vorliegt, sicherstellen, dass die Geschäftsleitung nicht in präjudizierender Weise in seine ausschliessliche Zuständigkeitsbereiche eingreift, indem sie z.B. ohne seine Kenntnis und Zustimmung mit Dritten in konkrete Verhandlungen in Bezug auf eine Übernahme der Zielgesellschaft eintritt⁹⁷. Zu diesem Zweck sollte der Verwaltungsrat Weisungen erteilen, wie mit Interessensbekundungen, die bei der Geschäftsleitung eingehen, zu verfahren ist⁹⁸.

⁹² Zu den Transaktionsrisiken vgl. Ziffer V.3.b) und V.5.b) hinten.

⁹³ Art. 29 Abs. 1 BEHG.

⁹⁴ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 303.

⁹⁵ Art. 716a Abs. 2 OR.

⁹⁶ Vgl. Erläuterungen zum Entwurf für die Verordnung über öffentliche Kaufangebote, 40; BSK Kapitalmarktrecht-TSCHÄNI/OERTLE, Art. 29 BEHG N 2 m.w.H.

⁹⁷ Das folgt aus der Oberaufsichtskompetenz gemäss Art 716a Abs. 1 Ziff. 5 OR.

⁹⁸ Vgl. Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

Zweckmässigerweise wird er eine umgehende Orientierung des Präsidenten vorsehen.

3. Organisation und Delegation

Im Rahmen einer Übernahme sind Entscheidungen oft innerhalb von wenigen Tagen, manchmal in Echtzeit zu treffen. Will er seiner Führungsverantwortung nachkommen, sollte der Verwaltungsrat daher sicherstellen, dass er zu jeder Tageszeit, auch an Wochenenden, mit kurzer Vorwarnzeit beschlussfähig ist, sobald sich ein Übernahmeszenario abzeichnet. Zentral ist erfahrungsgemäss die jederzeitige Erreichbarkeit. „Stellt sich der Verwaltungsrat auf diesen für ihn ungewohnten Umgang mit der Zeit nicht sofort ein, so hat er bereits die Initiative verloren, und damit den Kern dessen, zu dem er durch das Aktienrecht aufgerufen ist – die Oberleitung.“⁹⁹

Ferner sollte der Verwaltungsrat die delegierbaren Aufgaben einzelnen Mitgliedern, einem Ausschuss oder der Geschäftsleitung grosszügig zur selbständigen Entscheidung und Verantwortung übertragen¹⁰⁰. Dies betrifft namentlich eine der zeitkritischsten Aufgaben im Übernahmekontext, die Ad hoc-Publizität. Beschliesst der Verwaltungsrat, die Bekanntgabe aufzuschieben, muss für den Fall eines (möglichen) Lecks klar festgelegt sein, wer darüber entscheidet, ob eine Bekanntgabe erfolgt und wie diese zu formulieren ist¹⁰¹. Hat der Verwaltungsrat die Ad hoc-Publizität nicht ohnehin im Organisationsreglement generell an einzelne Mitglieder oder die Geschäftsleitung delegiert, sollte er diesen Punkt, sobald in Übernahmegespräche eingetreten wird¹⁰², speziell regeln. Ferner kann der Verwaltungsrat auch die Verhandlungsführung oder die Einzelfallentscheidung, ob ein bestimmtes vertrauliches Dokument nach Massgabe des durch den Verwaltungsrat abgesteckten Rahmens offen gelegt werden darf, delegieren¹⁰³.

⁹⁹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 485.

¹⁰⁰ Vgl. KRNETA, N 1552.

¹⁰¹ Sowohl der Entscheid, ob eine Meldung zu machen ist, als auch die Ausformulierung sind delegierbar im Sinne von Art. 716b OR; vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 103.

¹⁰² Zum Zeitpunkt vgl. Ziffer V.6.a) hinten.

¹⁰³ Zu Letzterem vgl. HÖHN, 43.

V. Die Pflichten des Verwaltungsrates in der Vorangebotsphase

1. Einleitung eines Übernahmeprozesses

Im Rahmen seiner Geschäftsführungskompetenz obliegt dem Verwaltungsrat die unübertragbare und unentziehbare Aufgabe, die Unternehmensstrategie zu bestimmen und in einem sich ständig ändernden Umfeld periodisch zu überprüfen und anzupassen. Er legt die Ziele fest, welche das Unternehmen mittel- bis langfristig erreichen soll, und bestimmt in den Grundzügen die Mittel und Ressourcen, wie diese Ziele erreicht werden sollen¹⁰⁴. Gelangt der Verwaltungsrat in diesem Prozess zur Auffassung, dass die Unternehmensziele im Alleingang, durch internes und externes Wachstum, nicht erreicht werden können oder gar das nachhaltige Überleben des Unternehmens in Frage steht, wird er sich unter Umständen ohne Anlass von aussen dazu entschliessen *müssen*, die Möglichkeiten einer Übernahme der Gesellschaft durch einen Industrie- oder einen Finanzpartner zu prüfen. In diesem Szenario steht der Verwaltungsrat mental „im Verkaufsmodus“ und möchte die Gesellschaft aktiv „in Play“ bringen. Dementsprechend wird er auf Übernahmevorschlüge Dritter offener reagieren bzw. reagieren müssen.

2. Keine Auktionspflicht

Es fragt sich, ob der Verwaltungsrat in dieser Lage wie auch in der Situation, da er sich mit einem ungebetenen Übernahmevorschlag konfrontiert sieht, verpflichtet ist, ein Steigerungsverfahren durchzuführen, um den Verkaufserlös für die Aktionäre zu maximieren. In den USA wurde die Auktionspflicht im *Revlon* Entscheid des Supreme Court von Delaware im Jahr 1986 bejaht und seither mehrfach bestätigt (sog. *Revlon Duties*)¹⁰⁵. Allerdings ist der Verwaltungsrat auch in den USA nicht in jedem Fall verpflichtet, an den Meistbietenden zu verkaufen. Vielmehr hat er sämtliche Umstände, wie namentlich die Erfolgsaussichten der verschiedenen Angebote, die Gleichbehandlung der Aktionäre,

¹⁰⁴ Vgl. Ziffer 9 Swiss Code of Best Practice (SCBP); BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 305; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 30 N 31 m.w.H.

¹⁰⁵ Vgl. *Revlon, Inc. et al. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986); *Mills Acquisition Co v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1285 (Del. 1989); *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1990).

die Finanzierung der Angebote und die Identität der Anbieter, zu beachten¹⁰⁶. Die Auktionspflicht fusst auf den *fiduciary duties* US-amerikanischer Verwaltungsräte, die sie direkt den Aktionären gegenüber in die Pflicht setzen, in deren bestem Interesse zu handeln¹⁰⁷. Nach der Konzeption des Schweizer Aktienrechts ist der Verwaltungsrat demgegenüber auch im Übernahmeszenario nicht Aktionärsvertreter, sondern Leitungsorgan¹⁰⁸. Aktienrechtlich bleibt er der Gesellschaft gegenüber in der Interessenwahrungspflicht und wird nicht zum Geschäftsführer ohne Auftrag der Aktionäre¹⁰⁹. Gestützt darauf lehnt die herrschende Lehre eine Auktionspflicht für den Schweizer Verwaltungsrat ab¹¹⁰.

Der herrschenden Auffassung ist namentlich im Kontext öffentlicher Übernahmen zuzustimmen. Während bei einer privaten Transaktion der Kaufvertrag nicht einseitig aufgehoben werden kann, wenn eine Konkurrenzofferte eingeht, stipuliert das Schweizer Übernahmerecht für öffentliche Übernahmen das Gegenteil¹¹¹. Nach der sog. Auktionsregel kann jeder Angebotsempfänger seine Annahmeerklärung bezüglich eines öffentlichen Übernahmeangebotes bis zu dessen Ablauf widerrufen, wenn ein konkurrierendes Angebot veröffentlicht wird¹¹². Zudem gilt, dass der konkurrierende Anbieter nach der Veröffentlichung seiner Voranmeldung grundsätzlich Anspruch auf Durchführung einer Due Diligence in demselben Umfang hat wie der Erstanbieter¹¹³. Es besteht im Bereich öffentlicher Übernahmen somit kein Bedürfnis, vor dem bindenden Rechtsakt – der Voranmeldung oder dem Angebot des Erstanbieters – ein Steigerungsverfahren durchzuführen. Im Gegenteil wird es oft eher dem Gesellschaftsinteresse entsprechen, vor einem verbindlichen Angebot nur einen Übernahmeinteressenten zur Due Diligence zuzulassen, anstatt vertrauliche Informationen einer Mehrzahl von interessierten Parteien offen zu legen ohne Sicher-

¹⁰⁶ Vgl. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34, 44 (Del. 1994); *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, 1286 (Del. 1989); *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1287 (Del. 1989).

¹⁰⁷ Vgl. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 360 (Del. 1993); ferner BOHRER, § 12 N 4.

¹⁰⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 221.

¹⁰⁹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 176, N 666.

¹¹⁰ Vgl. BOHRER, § 12 N 16; TSCHÄNI, 9. Kap. Rz 40; WATTER, M&A IV, 6; neustens und ausführlich BAHAR, 160 f.; ferner FRAUENFELDER, 209 m.w.H.; a.M. MEIER-SCHATZ, 191 f.; PETER, 109.

¹¹¹ Vgl. TSCHÄNI, Auktionsregel, 422 f.

¹¹² Art. 30 Abs. 1 BEHG sowie Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK.

¹¹³ Art. 48 UEV-UEK; vgl. FN 55.

heit, dass es am Ende überhaupt zu einem Angebot kommt. Zudem kann ein eigentliches Auktionsverfahren vor dem öffentlichen Übernahmegebot ohne vorgängige öffentliche Bekanntgabe aus Gründen der Ad hoc-Publizität heikel sein¹¹⁴. Auch eine öffentlich angekündigte Auktion sollte allerdings gut überlegt werden, da sie auch in aller Öffentlichkeit scheitern kann, was nicht im Gesellschaftsinteresse (und schon gar nicht im Interesse der Aktionäre) wäre¹¹⁵. Obwohl – oder gerade weil – der Verwaltungsrat somit nicht verpflichtet ist, aktiv ein Auktionsverfahren in Bezug auf die Übernahme seiner Gesellschaft durchzuführen, darf er einen Steigerungsprozess im Rahmen des Übernahmeverfahrens nicht ausschliessen oder wesentlich erschweren; vielmehr muss er sich für Konkurrenzofferten offen halten¹¹⁶.

3. Beurteilung eines Übernahmevorschlages

a) Grundsätzliche Beurteilungspflicht

Den Verwaltungsrat, dem eine Übernahme der Gesellschaft mündlich oder schriftlich vorgeschlagen wird, trifft als Ausfluss der Oberleitungsaufgabe grundsätzlich die Pflicht, den Vorschlag mit der den Umständen entsprechenden Sorgfalt zu beurteilen. Der Verwaltungsrat, der einen strategischen Vorschlag eines ernstzunehmenden Marktteilnehmers aufgrund eines internen Organisationsfehlers nicht zur Kenntnis nimmt oder absichtlich ignoriert, verpasst unter Umständen eine *Corporate Opportunity*, was ihm als Unsorgfalt vorgeworfen werden könnte¹¹⁷.

Aus der Annahme einer grundsätzlichen Beurteilungspflicht folgt nicht, dass der Verwaltungsrat auf jeden mündlichen oder schriftlichen Annäherungsversuch mit einer umfassenden Prüfung unter Beizug eines externen Beraterstabes zu reagieren hätte. So kann er bereits nach einer ersten oberflächlichen Kenntnisnahme eines „Angebots“, welches unseriös erscheint, da es z.B. von einer offensichtlich zu wenig finanzkräftigen Partei unterbreitet wird, von jeder weiteren Prüfung absehen. Auch ist zu berücksichtigen, dass informelle Kontaktaufnahmen durch die verschiedensten Akteure – Konkurrenten, Finanzin-

¹¹⁴ Vgl. auch VON DER CRONE, 176. Zu den Besonderheiten einer Auktion vgl. KURER, 160 f.

¹¹⁵ Vgl. Ziffer V.4. hinten.

¹¹⁶ S. dazu Ziffer VI.2. ff. hinten.

¹¹⁷ Vgl. auch ISLER, Break-up Fee, 91, wonach der Verwaltungsrat nicht nur die Kompetenz, sondern auch die Aufgabe hat, die Möglichkeit eines Entscheids der Generalversammlung über eine Fusion herbeizuführen.

vestoren, Investmentbanken, etc. – zur Tagesordnung gehören, ohne dass in vielen Fällen mehr als eine vage Idee zum Ausdruck kommt. Soweit sich solche Gespräche aber verdichten oder ein konkreter Vorschlag unterbreitet wird in einer Weise, welche auf eine zur ernsthaften Absicht gereifte Idee eines ernstzunehmenden Marktteilnehmers schliessen lässt, erscheint eine nähere Prüfung grundsätzlich geboten. Dies namentlich dann, wenn der Verwaltungsrat aufgrund seiner internen Strategiediskussion bereits „im Verkaufsmodus“ steht¹¹⁸. Im umgekehrten Fall, in welchem der Verwaltungsrat im Rahmen früherer Strategiedebatten in mehr oder weniger bewusster Antizipation möglicher Offerten bereits entschieden hat, die strategischen Ziele grundsätzlich auf *Stand-alone* Basis zu verfolgen, da damit den Interessen der Gesellschaft am besten gedient ist, kann er auch bei einer ernsthaft erscheinenden Offerte von einer weiteren Prüfung absehen, sofern das nun konkret vorliegende Angebot nicht eine neue Lagebeurteilung indiziert. Insgesamt verfügt der Verwaltungsrat über ein *weites Ermessen* in der Beurteilung und Entscheidung, ob und wie tief er einen Übernahmevorschlag prüfen will¹¹⁹. Daher lässt sich auch die zuweilen gestellte Frage, ob ein unter dem Vorbehalt einer Due Diligence stehender Übernahmevorschlag von vornherein nicht näher geprüft werden muss, nicht allgemein – und schon gar nicht kategorisch – in die eine oder andere Richtung beantworten. Wesentlich sind vielmehr die konkreten Umstände des Einzelfalles.

b) *Beurteilungskriterien*

Entschliesst sich der Verwaltungsrat, einen Übernahmevorschlag näher zu prüfen, wird er verschiedene Kriterien heranziehen und diese nach seinem *plichtgemässen Ermessen* im Hinblick auf das Gesellschaftsinteresse¹²⁰ gewichten. Ein Prüfungskriterium ist zunächst der in Aussicht gestellte *Angebotspreis* bzw. bei einer Umtauschofferte das Austauschverhältnis. Fehlt es an einer diesbezüglichen Indikation, will der Verwaltungsrat einem Übernahmevorschlag aber dennoch nachgehen, sollte eine Preisindikation bzw. eine Preisspanne erfragt werden. Allerdings ist die Übernahmeinteressentin unter Vorbehalt ihrer Pflicht zu einem Verhandeln nach Treu und Glauben rechtlich nicht an ihre Indikation gebunden¹²¹. Die Beurteilung des in Aussicht gestellten Preises ruft nach einer Bewertung unter Zugrundelegung anerkannter Bewertungsmethoden. Dabei

¹¹⁸ Vgl. Ziffer V.1. vorn.

¹¹⁹ Vgl. allgemein BAHAR, 153.

¹²⁰ Vgl. Ziffer III.1.a) vorn.

¹²¹ Zum Letter of Intent vgl. Ziffer V.5.d) hinten.

werden auch die Aussichten der Zielgesellschaft auf *Stand-alone* Basis mit in die Bewertung einfließen müssen. Oft wird das Management bzw. der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft diese Bewertung vornehmen können. Namentlich in Situationen, wo sich einzelne Verwaltungsratsmitglieder in einem Interessenkonflikt befinden, empfiehlt es sich jedoch, bei der Bewertung bereits im Vorangebotsstadium einen externen Berater mit der notwendigen Erfahrung hinzuzuziehen.

Ein zentrales Beurteilungskriterium ist sodann die *Wahrscheinlichkeit*, dass am Ende des Evaluationsprozesses tatsächlich ein Angebot unterbreitet wird. Sie lässt sich naturgemäss nur abschätzen. Kriterien sind namentlich die Reputation und Finanzkraft der Übernahmeinteressentin und die Frage, ob diese die Machbarkeit ihrer Übernahmepläne bereits einer Prüfung unterzogen, anerkannte externe Berater hinzugezogen und entsprechende Kosten generiert hat. Bei einem Finanzinvestor würde etwa auch ein „*Confidence Letter*“ oder eine ähnliche Finanzierungserklärung einer Bank für eine bereits gefestigte Absicht sprechen. Sodann hat der Verwaltungsrat bereits vergleichsweise früh zu prüfen, ob das Angebot überhaupt zustande kommen kann. Im Zentrum steht dabei die Beurteilung der wettbewerbsrechtlichen Situation.

Ferner sind den Chancen eines Übernahmeszenarios die *Transaktionsrisiken* gegenüber zu stellen. Im Vordergrund steht das mit der Due Diligence zusammenhängende Risiko der Preisgabe von sensitiven Informationen¹²². Auch sind die rechtlichen Risiken und die Marktrisiken allfälliger Lecks vor der Publikation des Angebots, die internen Opportunitäts- und die externen Beraterkosten, die bei einem Abbruch der Verhandlungen umsonst anfallen, sowie die Kapitalmarktrisiken bei einem bekannt werdenden Abbruch bzw. Scheitern der Verhandlungen, zu berücksichtigen.

4. Die Reaktion auf den Übernahmevertrag

Je nach dem Resultat der Prüfung eines Übernahmevertrages wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in der einen oder anderen Art und Form darauf reagieren, wobei ihm wiederum ein erhebliches *Ermessen* zukommt. Will er sich nicht auf irgendwelche Gespräche einlassen, sollte er das klar und unmissverständlich zum Ausdruck bringen, indem er den Vorschlag deutlich zurückweist oder, sofern dieser schriftlich unterbreitet wurde, gar nicht beantwortet. Erfahrungsgemäss kann es bereits nach einem ersten Gespräch schwierig wer-

¹²² Dazu und zu den Schutzvorkehrungen vgl. Ziffer V.5.c) f.

den, die Verhandlungen wieder abzubrechen. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann aber auch erwägen, den Übernahmevorschlag öffentlich bekannt zu machen. Im Prinzip sprechen keine rechtlichen Gründe gegen eine solche Bekanntmachung, sofern sie nicht irreführend ist, namentlich nicht den Eindruck erweckt, es liege bereits ein bindendes öffentliches Angebot vor¹²³. Mit einer Medienmitteilung kann der Verwaltungsrat z.B. bezwecken, die Zielgesellschaft „in play“ zu bringen – unter Umständen wird der Verwaltungsrat andere potentielle Interessenten gar ausdrücklich dazu einladen, sich an einer Auktion zu beteiligen¹²⁴. Allerdings sollte der Verwaltungsrat, will er so vorgehen, bedenken, dass eine öffentlich ausgetragene Auktion auch in aller Öffentlichkeit scheitern kann, was je nach den Umständen gravierende Auswirkungen auf die Gesellschaft haben kann (Verunsicherung bei Kunden und Belegschaft, fallender Aktienkurs, Zurückstufung der Kreditwürdigkeit etc.). Andererseits kann der Verwaltungsrat mit einer Pressemitteilung aber auch den Zweck verfolgen, eine sich abzeichnende unfreundliche Übernahme aufgrund des infolge der Pressemitteilung zu erwartenden Kursanstiegs zu erschweren. Eine dritte mögliche Zielsetzung der öffentlichen Bekanntgabe kann aus Sicht der Zielgesellschaft darin bestehen, den Anbieter dem Druck der Öffentlichkeit, namentlich des Kapitalmarktes, auszusetzen, damit er sich nicht leichtfertig und ohne nachvollziehbare, „kapitalmarktfähige“ Begründung von seinem nun öffentlich bekannten Vorschlag distanziert.

Entschliesst sich der Verwaltungsrat zu einer öffentlichen Bekanntmachung des Übernahmevorschlags, kann aus Sicht der Übernahmeinteressentin je nach Formulierung eine umgehende Klarstellung empfehlenswert sein, aus welcher hervorgeht, dass sie kein Angebot (und auch keine Voranmeldung für ein Angebot) auf die Zielgesellschaft unterbreitet hat. Ohne solche Klarstellung könnte aus der unwidersprochenen öffentlichen Bekanntgabe des Übernahme-

¹²³ Andernfalls drohen möglicherweise die Straffolgen des Art. 162 StGB; vgl. Ziffer III.4.d) vorn.

¹²⁴ Vgl. z.B. die Medienmitteilung der Forbo Holding AG vom 10. November 2004, worin das durch CVC Capital Partners angekündigte Übernahmeinteresse zunächst nur öffentlich bekannt gegeben, gleichzeitig der vorgeschlagene Preis aber als zu tief taxiert wurde. Mit ihrer Medienmitteilung vom 18. November 2004 verkündete die umworbene Braut sodann, sie lasse die Übernahmeinteressentin auf Grundlage einer höheren Preisindikation zu einer Due Diligence zu, werde aber ab einem gewissen Zeitpunkt auch anderen Interessenten Zugang zu grundsätzlich denselben Informationen gewähren. Soweit bekannt, hat diese Mitteilung die gewünschte Wirkung nicht verfehlt.

vorschlag durch die Zielgesellschaft unter Umständen auf ein bindendes öffentliches Angebot der Übernahmeinteressentin geschlossen werden¹²⁵.

5. Pre-Offer Due Diligence

a) Notwendigkeit auf Seiten des Anbieters

Als eigentliche Crux im Zusammenhang mit der Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebots erweist sich in der Praxis oft die Prüfung des Zielunternehmens. Die Due Diligence wird durch die Übernahmeinteressenten immer öfter vor der Voranmeldung bzw. vor dem Angebot verlangt (*Pre-Offer Due Diligence*)¹²⁶. Der Hauptgrund hierfür liegt darin, dass ein Unternehmenskauf ohne vorgängige Unternehmensprüfung unter Beizug spezialisierter Berater (Rechtsanwälte, Buchprüfer, Steuerexperten, Umweltexperten etc.) unter Umständen eine pflichtwidrige Unsorgfältigkeit darstellt, was die Organe des Käufers unter Umständen einem gewissen Haftungsrisiko aussetzt¹²⁷. Das gilt auch dann, wenn eine Due Diligence im konkreten Fall nicht möglich war oder nicht zugelassen wurde¹²⁸. Gegebenenfalls müsste auf den Unternehmenskauf verzichtet werden. Diese allgemeingültigen Feststellungen treffen auf öffentliche Übernahmen in ausgeprägtem Mass zu, da die denkbaren Alternativen (Zusicherungen und Gewährleistungen eines Kontrollaktionärs, *Post-Offer Due Diligence* mit Preisanpassungsvorbehalt oder Widerrufsrecht) entweder nicht zur Verfügung stehen oder mit grossen Unwägbarkeiten für den Anbieter behaftet sind¹²⁹. Vor allem aber erlauben es diese Alternativen dem Anbieter nicht, die für ihn essentiellen Annahmen in Bezug auf den künftig erzielbaren

¹²⁵ Die rechtliche Grundlage dazu könnte eine Anscheins- oder Duldungsvollmacht der Übernahmeinteressentin an die Zielgesellschaft sein. Auch aus Sicht der Übernahmekommission könnte unter Umständen eine Klarstellung notwendig werden. In einem Fall hat die Übernahmekommission zwar entschieden, dass eine Pressemitteilung des Anbieters, worin die Absicht zur Durchführung eines Angebots bekannt gegeben wurde, keine verpflichtende Wirkung hatte, da keine Voranmeldung im Sinne von Art. 7 ff. UEV-UEK veröffentlicht worden war; vgl. Empfehlung *Axantis Holding AG* vom 8. Dezember 2000, E. 1 f. In einem anderen Zusammenhang hat die Übernahmekommission diesen formalen Ansatz allerdings wieder relativiert; vgl. Empfehlung *Unigestion Holding* vom 13. März 2003, E. 1.

¹²⁶ Eine Pre-Offer Due Diligence wurde z.B. durch die Smith & Nephew plc. und die Zimmer Holdings, Inc. bei der Übernahme der Centerpulse AG im Jahr 2003 durchgeführt.

¹²⁷ Vgl. ISLER, Sorgfalt, 6; BSK OR II-WATTER, Art. 717 N 9; TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 26; HÖHN, 11 f. m.w.H. Was für Schweizer Anbieter gilt, dürfte auf ausländische Anbieter, namentlich auf solche aus dem angelsächsischen Rechtsraum, in verstärktem Mass zutreffen.

¹²⁸ HÖHN, 12.

¹²⁹ Zu den Alternativen vgl. Ziffer V.5.e) hinten.

Gewinn und das Potential des Zielunternehmens befriedigend abzudecken und allfällige im Zielunternehmen schlummernden Risiken aus seiner subjektiven Sicht zu beurteilen und entsprechend zu gewichten.

b) *Problematik auf Seiten der Zielgesellschaft*

Auf der anderen Seite sprechen aus Sicht der Zielgesellschaft verschiedene Gründe gegen eine Due Diligence vor dem bindenden Angebot. Im Vordergrund stehen Geheimhaltungsinteressen und Geheimhaltungspflichten. Sodann erhöht sich das Risiko eines Informationslecks durch eine Pre-Offer Due Diligence signifikant, da sowohl auf Seiten der Zielgesellschaft als auch auf Seiten des Anbieters die Zahl der involvierten Personen meist schlagartig markant ansteigt. Nicht zu vernachlässigen sind sodann die Absorption von Managementkapazitäten und die mit der Due Diligence verbundenen externen Kosten. Hinzu kommt, dass die Zielgesellschaft im Unterschied zum privaten Unternehmensverkauf, wo die Offenlegung die kaufrechtliche Gewährleistung einschränkt, eigentlich kein handfestes Interesse an der Due Diligence hat, ausser dass sie damit ein Angebot ermöglicht¹³⁰.

c) *Ermessensentscheid des Verwaltungsrates*

Trotz der Gründe, die auf Seiten der Zielgesellschaft gegen eine Pre-Offer Due Diligence sprechen, ist eine solche grundsätzlich zulässig, sofern die grundlegenden Schutzvorkehrungen (Vertraulichkeitsvereinbarung und grundsätzlicher Schutz der Geheimnisse Dritter) eingehalten werden¹³¹. Namentlich dürfen in deren Rahmen auch Geschäftsgeheimnisse offen gelegt werden¹³². Der Entscheid, ob und in welchem Umfang eine Pre-Offer Due Diligence gewährt wird, ist mitunter ein *Ermessensentscheid* des Verwaltungsrates¹³³. Bei der Abwägung wird er die allgemeinen Prüfkriterien, insbesondere den im Raum stehenden Angebotspreis, die Wahrscheinlichkeit des Angebots sowie die Trans-

¹³⁰ Zu den Funktionen der Due Diligence und den Interessenlagen vgl. TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 21.

¹³¹ Zur Zulässigkeit im Allgemeinen vgl. HÖHN, 42. Auch andere Rechtsordnungen, namentlich jene der USA und Englands, erlauben die Offenlegung nicht öffentlich zugänglicher Informationen im Rahmen einer *Pre-bid Due Diligence*, sofern das potentielle Angebot im besten Interesse der Aktionäre liegt und späteren Konkurrenten grundsätzlich dieselben Informationen zugänglich gemacht werden; vgl. CAFRITZ/FORD JACOB, 22.

¹³² Vgl. Ziffer III.4.e) vorn.

¹³³ Für die USA vgl. CAFRITZ/FORD JACOB, 22: „In the US, the board has broad discretion to provide confidential information under the business judgment rule“.

aktionsrisiken gegeneinander abwägen¹³⁴. Ein weiterer Entscheidfaktor ist die Frage, ob es sich bei der Übernahmeinteressentin um eine Konkurrentin handelt. Zutreffendenfalls ist das Schädigungspotential naturgemäss grösser als bei einer Finanzinvestorin, die keine konkurrierenden Beteiligungen hält¹³⁵. Aus Sicht der Zielgesellschaft wenig überzeugend ist demgegenüber das gegen die Due Diligence zuweilen angeführte Argument, dass einem konkurrierenden Anbieter grundsätzlich dieselben Informationen offen gelegt werden müssen wie dem Erstanbieter. Wirtschaftlich betrachtet ist diese Möglichkeit ein Risiko des Erstanbieters, zumal bei Vorliegen von zwei oder mehr Angeboten unwahrscheinlich ist, dass keines der Angebote zustande kommt.

d) *Vertraulichkeitsvereinbarung und andere Schutzvorkehrungen*

Der Zielgesellschaft steht eine Reihe von Schutzvorkehrungen zur Verfügung, mit welchen sie die mit einer Pre-Offer Due Diligence verbundenen Risiken abfedern kann¹³⁶. Es kann zwischen unabdingbaren und nützlichen Vorkehrungen unterschieden werden. Unabdingbar ist unseres Erachtens zunächst der Abschluss einer *Vertraulichkeitsvereinbarung* mit dem Anbieter, worin sich dieser verpflichtet, die ihm zugänglich gemachten Informationen vertraulich zu behandeln und weder auf eigene noch auf Drittrechnung für irgendeinen anderen Zweck als die Evaluation des Angebots zu verwenden¹³⁷. Diese Verpflichtung sollte für einen längeren Zeitraum gültig sein, in der Praxis sind zwei bis drei Jahre üblich. Sodann muss der Verwaltungsrat sicherstellen, dass keine *Geheimnisse Dritter* verletzt werden. Solche Drittgeheimnisse können auf Gesetz, etwa der Datenschutzgesetzgebung oder Art. 328b OR, oder auf Vertrag beruhen¹³⁸. Im Einzelfall ist hier allerdings wiederum ein Ermessensentscheid notwendig, namentlich wenn es um die Frage geht, ob und inwieweit eine Vereinbarung trotz einer Vertraulichkeitsklausel offen gelegt werden soll oder gewisse Arbeitnehmerdaten in anonymisierter oder zusammengefasster Form abgegeben werden können.

¹³⁴ Vgl. Ziffer V.3.b) vorn.

¹³⁵ Vgl. TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 23.

¹³⁶ Vgl. zum Folgenden TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 24 ff.; SCHENKER, M&A III, 217 ff.; HÖHN, 45 ff.

¹³⁷ Vgl. dazu und zu weiteren Klauseln ISLER, M&A VI, 5 ff.; ferner Ziffer III.4.e) vorn.

¹³⁸ Wie weit die Datenschutzgesetzgebung und Art. 328b OR eine Offenlegung einschränken, ist im Einzelnen allerdings umstritten; vgl. GERICKE D., M&A und Datenschutz, SJZ 2003, 1 ff.; BAUMANN R., Die Übertragung von Arbeitnehmerdaten bei Betriebsübergängen, AJP 2004, 638 ff.

Von Vorteil geht mit der Vertraulichkeitsvereinbarung eine *Absichtserklärung* der Übernahmeinteressentin einher, worin deren Absicht zum Ausdruck kommt, ein Angebot zu einem bestimmten Preis oder in einer bestimmten Preisspanne mit gewissen Bedingungen unterbreiten zu wollen. In der Praxis werden solche *Letters of Intent*, die weitere Bestimmungen – namentlich einen Zeitplan – beinhalten können, vergleichsweise häufig abgeschlossen. Zwar verschafft die Absichtserklärung in der Regel keinen durchsetzbaren Anspruch auf Unterbreitung eines Angebots. Immerhin begründet sie aber die Pflicht des Anbieters, ernsthaft zu verhandeln, die Zielgesellschaft nicht über relevante Tatsachen, namentlich seine Absichten, zu täuschen, sowie sie über gewisse Tatsachen, namentlich den Wegfall seines Interesses, aufzuklären¹³⁹. Die Absichtserklärung lässt sich unter Umständen mit einer sog. *Earnest Money* Klausel kombinieren. Darin verpflichtet sich der potentielle Anbieter in durchsetzbarer Weise, der Zielgesellschaft einen bestimmten Geldbetrag zu bezahlen, falls er ohne vernünftigen Grund überhaupt kein Angebot unterbreitet oder aber ein Angebot unter einem gewissen Preis. Solche Vereinbarungen, die einer Break Fee nahe kommen, wurden bislang allerdings selten abgeschlossen. Ein Grund dürfte in der Schwierigkeit liegen, den sachlichen Grund zu definieren, unter welchem der Anbieter berechtigt ist, den indizierten Preis zu senken oder von seinen Übernahmeplänen gänzlich Abstand zu nehmen.

Zur Auflösung des Interessengegensatzes zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft bieten sich weitere Möglichkeiten an. So kann die Pre-Offer Due Diligence in Gegenstand und Umfang eingeschränkt werden, indem nur Kern-dokumente und generell keine Verträge mit Vertraulichkeitsklauseln offen gelegt werden, oder nur einem zahlenmässig kleinen Personenkreis Zutritt gewährt wird. Sodann bietet sich an, sensitive Informationen erst kurz vor der Voranmeldung offen zu legen. In der Praxis wird zuweilen auch der Weg gewählt, dass gewisse sensitive Dokumente nur den Beratern des Anbieters zugänglich gemacht werden, wobei mit der Zielgesellschaft vereinbart wird, dass diese Dokumente gewissen Einschränkungen in der Berichterstattung unterliegen. Auch können ausgedehnte Interviews bzw. Frage- und Antwortsitzungen mit dem Management einen Einblick in sensitive Dokumente bis zu einem gewissen Grad ersetzen. Ferner ist denkbar, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine *Vendor Due Diligence* durchführen lässt und die Berichte anschliessend dem Anbieter zur Verfügung stellt.

¹³⁹ Vgl. ISLER, M&A VI, 14 f.

e) *Alternativen zur Pre-Offer Due Diligence*

Zur Pre-Offer Due Diligence gibt es Alternativen. Für die Zielgesellschaft bieten sie den Vorteil, vor dem bindenden Rechtsakt keine vertraulichen Informationen offen legen zu müssen. Für den Anbieter bergen sie auf der anderen Seite überwiegend Nachteile in sich.

Zunächst besteht bei Vorliegen eines oder mehrerer Kontrollaktionäre die Möglichkeit, dass diese in einem Kauf- oder Andienungsvertrag mit dem Anbieter *Zusicherungen und Gewährleistungen* in Bezug auf das Zielunternehmen abgeben¹⁴⁰. Dadurch kann sich der Anbieter immerhin gegen gewisse Risiken absichern. Die für ihn zentralen Punkte des künftig erzielbaren Gewinns und Potentials des Zielunternehmens werden aber nicht abgedeckt, da die Kontrollverkäufer meist nicht bereit sind, diesbezüglich irgendwelche Zusicherungen oder Gewährleistungen abzugeben¹⁴¹.

Sind Kontrollaktionäre nicht vorhanden oder zur Abgabe von Zusicherungen und Gewährleistungen nicht bereit, kann eine Due Diligence zwischen der Voranmeldung und dem Angebot (*Post-Offer Due Diligence*) in Betracht gezogen werden. Dabei behält sich der Anbieter in der Voranmeldung vor, den darin angebotenen Preis bei allfälligen negativen Erkenntnissen aus der Due Diligence zu senken¹⁴². Ein solches Vorgehen ist möglich, sofern die Preissenkung sachlich gerechtfertigt ist¹⁴³. Im Einzelnen verlangt die Übernahmekommission drei

¹⁴⁰ So wurde z.B. bei den Übernahmen der Disetronic Holding AG durch Roche Holding AG und der InCentive Capital AG durch Zimmer Holdings, Inc. im Jahr 2003 vorgegangen; vgl. den Angebotsprospekt für das öffentliche Kauf- bzw. Umtauschangebot der Roche Holding AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von je CHF 5 Nennwert der Disetronic Holding AG vom 24. März 2004, Ziffer D.2; Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der InCentive Capital AG vom 25. April 2003, Ziffer D.4. Im Fall der InCentive Capital AG wurden die Zusicherungen und Gewährleistungen der andienenden Hauptaktionäre mit einer ausgedehnten Pre-Offer Due Diligence kombiniert, im Fall der Disetronic Holding AG fand nach der Voranmeldung eine weitgehende Due Diligence statt.

¹⁴¹ Vgl. SCHENKER, M&A III, 212.

¹⁴² Vgl. die Voranmeldung des öffentlichen Kauf- und Umtauschangebots der Zimmer Holdings, Inc. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Centerpulse AG vom 20. Mai 2003: „Ausserdem behält sich Zimmer das Recht vor, eine Due Diligence Prüfung gemäss Art. 48 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 („UEV-UEK“) durchzuführen, und Zimmer behält sich in diesem Zusammenhang sodann alle ihr gemäss Art. 9 Abs. 2 der UEV-UEK zur Verfügung stehenden Rechte vor“.

¹⁴³ Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK.

Bedingungen für die Zulassung¹⁴⁴. Erstens muss der Anbieter (im Prospekt) im Einzelnen darlegen, welche Erkenntnisse aus der Due Diligence in welcher Höhe eine Herabsetzung des Preises rechtfertigen sollen. Zweitens können nur wesentliche Tatsachen, die der Anbieter nicht kannte und auch anderweitig (zum Beispiel aufgrund seiner Geschäftstätigkeit) nicht kennen musste, eine Reduktion rechtfertigen. Drittens hat eine Preisreduktion im Prinzip vor dem Angebot zu erfolgen, im Angebot selbst muss grundsätzlich ein Fixpreis vorgesehen werden. Damit knüpft die Übernahmekommission restriktive Voraussetzungen an eine Preisreduktion aufgrund einer Post-Offer Due Diligence. Einschlägige Testfälle fehlen bislang. Ein Anbieter kann sich daher nicht darauf verlassen, dass er negative Erkenntnisse aus der Post-Offer Due Diligence tatsächlich in voller Höhe wird zum Abzug bringen können. Hinzu kommt, dass ausserhalb eines Konkurrenzszenarios unsicher ist, was gilt, wenn die Zielgesellschaft sich weigert, Zugang zur Due Diligence zu gewähren¹⁴⁵. Ferner ist unklar, ob der Anbieter sein Angebot widerrufen könnte, z.B. gestützt auf eine *Material Adverse Change* Bedingung, wenn er während der Due Diligence gravierende Risiken entdeckt, bei deren Kenntnis er die Voranmeldung nicht unterbreitet hätte¹⁴⁶. Insgesamt ist das Vorgehen über eine Post-Offer Due

¹⁴⁴ Vgl. Empfehlungen *Centerpulse AG* und *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, jeweils E. 3.2. In einem früheren Fall verlangte das Sekretariat der UEK anlässlich einer Vorprüfung, dass der Preisreduktionsmechanismus aufgrund negativer Due Diligence Erkenntnisse mittels einer Formel zu umschreiben sei – ein Unterfangen, das sich als praktisch unmöglich erwies.

¹⁴⁵ In einer Konkurrenzsituation hat der konkurrierende Anbieter gestützt auf Art. 30 BEHG und Art. 48 UEV-UEK grundsätzlich Anspruch auf Durchführung einer Due Diligence (vgl. FN 55), und das Offenlegungsverhalten der Zielgesellschaft hat einen Einfluss darauf, ob der Anbieter den Preisanpassungsvorbehalt im Angebot stehen lassen kann oder nicht (vgl. Empfehlungen *Centerpulse AG* und *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, jeweils E. 3.2). In der Empfehlung *EIC Electricity SA* vom 25. Juli 2003, E. 1.3, welcher kein Konkurrenzszenario zugrunde lag, hat die Übernahmekommission den Antrag der Anbieterin, die Zielgesellschaft zur Durchführung einer Due Diligence vor dem Angebot zu verpflichten und der Anbieterin zu erlauben, das Angebot erst nach der Durchführung der Due Diligence zu unterbreiten, abgewiesen. Ungeachtet dessen spricht unseres Erachtens nichts dagegen, in der Voranmeldung (und im Bedarfsfall im Angebot) die Bedingung vorzusehen, dass *bis zum Ablauf der Angebotsfrist* eine Due Diligence durchgeführt werden kann. Bietet die Zielgesellschaft vor dem Angebot nicht Hand dazu, müsste es möglich sein, den Preisanpassungsvorbehalt auch im Angebot stehen zu lassen (vgl. Empfehlungen *Centerpulse AG* und *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, jeweils E. 3.2). Ist es bis zum Ablauf der Angebotsfrist immer noch nicht zur Due Diligence gekommen, müsste die Anbieterin gestützt auf Art. 16 UEV-UEK das Recht haben, ihr Angebot aufgrund des Ausfalls der Bedingung zu widerrufen.

¹⁴⁶ Dies sollte an sich möglich sein, sofern der Anbieter kumulativ die Voraussetzungen für eine *Material Adverse Change* Bedingung (Einbussen von 10% beim EBITA bzw. 5% beim Umsatz; vgl. Empfehlung *Centerpulse AG* vom 16. April 2003, E. 5.7) und für einen Preisan-

Diligence für den Anbieter mit Unsicherheiten verbunden, so dass er sich nur im Ausnahmefall, z.B. wenn bereits eine Erstofferte vorliegt, darauf verlassen können. Im Normalfall dürfte eine Pre-Offer Due Diligence zumindest die bevorzugte Vorgehensweise für einen Anbieter sein¹⁴⁷.

6. Bekanntgabepflicht und Bekanntgabeaufschub (Ad hoc-Publizität)

In der Vorangebotsphase hat die Zielgesellschaft die Ad hoc-Publizität gemäss Art. 72 des Kotierungsreglements (KR) zu beachten¹⁴⁸. Falls sie auch an einer ausländischen Börse kotiert ist, muss sie zusätzlich deren Offenlegungsvorschriften nachkommen, was bei der zeitlichen Abstimmung einer Ad hoc-Meldung Probleme bereiten kann. Die Bekanntgabepflicht gemäss Art. 72 KR trifft neben der Zielgesellschaft auch die Anbieterin, sofern diese an der SWX Swiss Exchange kotiert ist¹⁴⁹.

Insgesamt hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft der Ad hoc-Publizität einen hohen Stellenwert einzuräumen, sobald er in konkrete Übernahmegespräche tritt. Vor allem sollte er bei einem Bekanntgabeaufschub die notwendigen begleitenden Massnahmen zur Wahrung der umfassenden Vertraulichkeit einleiten bzw. anordnen.

passungsvorbehalt (neue Tatsachen, nachvollziehbare Begründung) beachtet. Zu Material Adverse Change Klauseln in öffentlichen Übernahmeangeboten im Allgemeinen vgl. SCHLEIFFER, 81 ff.

¹⁴⁷ Der Vollständigkeit halber sei auf die weitgehend ungetestete Möglichkeit hingewiesen, dass der Anbieter eine Preiserhöhung in Aussicht stellt für den Fall, dass er zu einer Due Diligence zugelassen wird und diese zufrieden stellend ausfällt (vgl. TSCHÄNI/IFFLAND, 147 m.w.H.). Denkbar, vermutlich aber nur unter den für eine Preisreduktion geltenden Voraussetzungen, wäre im Zusammenhang mit einer Post-Offer Due Diligence ferner auch der Einsatz von Contingent Value Rights (CVRs); zu CVRs im Allgemeinen vgl. TSCHÄNI/IFFLAND, 140 ff.

¹⁴⁸ Die Zulassungsstelle der SWX Swiss Exchange hat am 30. September 2004 eine Änderung von Art. 72 KR beschlossen, eine Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität (RLAhP) verabschiedet und einen Kommentar mit weiteren Einzelheiten in Aussicht gestellt; vgl. Mitteilung der Zulassungsstelle Nr. 1/2005 vom 10. Januar 2005. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf die alte Regelung und die dazu entwickelte Praxis. Im vorliegenden Zusammenhang scheint die neue Regelung, welche am 1. Juli 2005 in Kraft treten soll, jedoch keine wesentlichen Neuerungen mit sich zu bringen; immerhin findet sich in Rz 17 f. RLAhP eine ausdrückliche Regelung zum Informationsleck beim Bekanntgabeaufschub.

¹⁴⁹ Zum Geltungsbereich und den Adressaten der Ad hoc-Publizität vgl. HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 8 ff. Zur Zuständigkeit innerhalb der Gesellschaft vgl. Ziffer IV.3 vorn.

a) *Bekanntgabepflicht*

Die Bekanntgabepflicht der Zielgesellschaft setzt das Vorliegen einer kursrelevanten, nicht öffentlich bekannten Tatsache im Tätigkeitsbereich der Zielgesellschaft voraus, sowie deren Kenntnis von dieser Tatsache in den wesentlichen Punkten¹⁵⁰. Als Tatsachen gelten *Lebenssachverhalte* der Gegenwart oder Vergangenheit, die objektiv nachprüfbar sind¹⁵¹. Erfasst werden daher nicht nur gesellschafts- oder vertragsrechtliche Vorgänge, wie etwa der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung oder die Genehmigung einer Übernahmetransaktion durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft. Vielmehr stellt nach Auffassung des Ausschusses der Zulassungsstelle bereits die *Aufnahme von Gesprächen* über eine Übernahme eine potentiell kursrelevante Tatsache dar¹⁵². Allerdings muss es sich um Gespräche über ein konkretes Projekt handeln. Die üblichen Vorgespräche mit noch nicht festgelegten Varianten sind im Grundsatz nicht bekanntgabepflichtig¹⁵³. Meldepflichtig wären etwa auch der Abschluss einer unverbindlichen und noch unbestimmten Absichtserklärung oder die Zulassung des Übernahmeinteressenten zu einer Due Diligence¹⁵⁴. Umgekehrt ist auch über den Abbruch der Verhandlungen zu informieren, sofern deren Aufnahme bekannt gegeben wurde. Die Kursrelevanz dürfte im Zusammenhang mit einer Übernahme der Emittentin im Allgemeinen ohne weiteres zu bejahen sein¹⁵⁵, zumal es nicht massgebend ist, ob es tatsächlich zu Kursveränderungen gekommen ist oder nicht; allein die potentielle Kursrelevanz genügt¹⁵⁶.

Auf der anderen Seite stellen blosse Gerüchte keine Tatsachen dar. Nicht unter den Tatsachenbegriff fallen ferner blosse Ideen, Planungsvarianten oder Absichten auf Seiten des Übernahmeinteressenten¹⁵⁷. Erst wenn die Planung des potentiellen Anbieters ein Stadium erreicht hat, welches den Eintritt der Endtatsache (Übernahme) mit hoher Wahrscheinlichkeit erwarten lässt, ist von einer

¹⁵⁰ Art. 72 Abs. 1 und 2 KR.

¹⁵¹ Vgl. LÜCHINGER, 240; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 18, jeweils m.w.H.

¹⁵² Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 31. Mai 2001; vgl. WEBER, 298.

¹⁵³ TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 72.

¹⁵⁴ Vgl. HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 20; LÜCHINGER, 247. Im Prinzip kann nach einer Lehrmeinung jeder wesentliche Schritt in Richtung eines Angebots im Sinne einer mehrstufigen Entscheidung als eine potentiell kursrelevante Tatsache qualifiziert werden; vgl. BÖCKLI, Ad hoc-Publizität, 96; ferner LÜCHINGER, 244.

¹⁵⁵ Vgl. TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 70.

¹⁵⁶ LÜCHINGER, 240.

¹⁵⁷ Vgl. LÜCHINGER, 240; ferner TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 69.

kursrelevanten Tatsache auszugehen¹⁵⁸. Daher dürfte die Zielgesellschaft keine Bekanntgabepflicht treffen, wenn sie zwar weiss, dass ein Dritter ein Angebot plant und vorbereitet, dabei aber in keiner Weise mitwirkt. Auch der Erhalt eines Schreibens, worin der Übernahmeinteressent unter Vorbehalt einer Due Diligence ein „Angebot“ mit Preisangabe unterbreitet, dürfte nicht eine potentiell kursrelevante Tatsache darstellen, sofern der Verwaltungsrat darauf nicht eintritt. Nur wenn darauf zu schliessen ist, dass der Übernahmeinteressent das Angebot mit hoher Wahrscheinlichkeit – gegebenenfalls auch ohne Due Diligence – unterbreiten wird, liegt eine Tatsache vor, und erst dann hat die Zielgesellschaft von dieser Tatsache in den wesentlichen Punkten Kenntnis und ist zu einer Bekanntgabe verpflichtet.

Unter Vorbehalt eines Bekanntgabeaufschubs hat die Zielgesellschaft grundsätzlich zu informieren, sobald sie von der Tatsache in den wesentlichen Punkten Kenntnis hat. Je grösser die Gefahr einer falschen Preisbildung oder des Informationsvorsprungs ist, desto rascher ist zu informieren¹⁵⁹. Grundsätzlich hat die Information des Marktes (via elektronische Medien, Nachrichtenagenturen, Zeitungen etc.) und der SWX Swiss Exchange ausserhalb der Handelszeiten bis spätestens 90 Minuten vor dem Handelsbeginn zu erfolgen¹⁶⁰. Ist eine Bekanntgabe während den Handelszeiten unumgänglich, ist die Börse 90 Minuten vor dem Markt zu informieren¹⁶¹.

b) Bekanntgabeaufschub

Die Emittentin hat die Möglichkeit, die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufzuschieben, wenn die Tatsache auf ihrem Plan oder Entschluss beruht und deren Verbreitung geeignet ist, ihre berechtigten Interessen zu beeinträchtigen¹⁶². Auf den ersten Blick könnte zweifelhaft sein, ob die Übernahme durch einen Dritten auf einem Plan oder Entschluss der Zielgesellschaft beruht. Auf den zweiten Blick wird klar, dass dies die falsche Fragestellung ist. Es geht nicht um die Bekanntgabe der Übernahme als solchen, sondern um die Bekanntgabe der Aufnahme von konkreten Gesprächen oder der Zulassung der

¹⁵⁸ Vgl. HSU, 149 f.

¹⁵⁹ LÜCHINGER, 242.

¹⁶⁰ Zu den Einzelheiten vgl. Rundschreiben Nr. 2 der Zulassungsstelle vom 2. November 1998 (aktualisiert 20. Juli 2001), Ad hoc-Publizität (Art. 72 KR) und Handelseinstellungen; ferner HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 33 ff. m.w.H.

¹⁶¹ Art. 72 Abs. 5 KR.

¹⁶² Art. 72 Abs. 2 KR.

Übernahmeinteressentin zu einer Due Diligence durch die Zielgesellschaft, die aufgeschoben werden soll. Diese Tatsachen beruhen auf einem Entschluss oder Plan der Zielgesellschaft¹⁶³. In Bezug auf die zweite Voraussetzung ist eine Abwägung zwischen den Interessen des Marktes und jenen der Zielgesellschaft vorzunehmen¹⁶⁴. Vorausgesetzt, der Verwaltungsrat ist zum Schluss gelangt, dass die Einleitung bzw. Fortführung des Übernahmeprozesses im Interesse der Gesellschaft liegt, dürften die Interessen der Gesellschaft meist überwiegen. Wird eine geplante Übernahme vor der Voranmeldung bekannt, kann die Transaktion scheitern oder erschwert werden, und ein eventueller Abbruch eines einmal bekannten Evaluationsprozesses kann die Gesellschaft erheblich schädigen¹⁶⁵. Daher sind die Voraussetzungen für einen Bekanntgabeaufschub durch die Zielgesellschaft im Vorfeld einer Übernahme regelmässig erfüllt.

c) *Gewährleistung der umfassenden Vertraulichkeit beim Bekanntgabeaufschub*

Will der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Bekanntgabe aufschieben, muss er die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache gewährleisten¹⁶⁶. Es müssen dabei die nötigen, zumutbaren Vorkehrungen für die Geheimhaltung der Tatsache vorgesehen werden („*best practice*“)¹⁶⁷. Ob die Zielgesellschaft dieser Verpflichtung nachgekommen ist, prüft die Zulassungsstelle der SWX Swiss Exchange im Nachgang zu öffentlichen Übernahmen oder ähnlichen Sachverhalten gestützt auf Art. 6 BEHG mittlerweile fast routinemässig¹⁶⁸. Mittels eines Fragebogens verlangt sie von der Zielgesellschaft den Nachweis, alle nötigen und zumutbaren Massnahmen zur Gewährleistung der Geheimhaltung ergriffen zu haben. Nach Eingang der Antworten prüft die SWX Swiss Exchange, ob eine formelle Untersuchung wegen möglicher Verletzung der Ad hoc-Publizität, allenfalls auch durch die Strafbehörden wegen Kapitalmarktdelikten, zu eröffnen ist. Vor diesem Hintergrund sind der Zielgesellschaft und ihrem Verwaltungsrat bei einem Bekanntgabeaufschub die folgenden begleitenden Mass-

¹⁶³ Vgl. auch LÜCHINGER, 245.

¹⁶⁴ LÜCHINGER, 243.

¹⁶⁵ Vgl. auch HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 30.

¹⁶⁶ Art. 72 Abs. 3 KR.

¹⁶⁷ LÜCHINGER, 245 f.

¹⁶⁸ Zur Überwachung und den Sanktionen vgl. HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 36 ff.

nahmen zu empfehlen, wobei sich je nach den Umständen durchaus Abweichungen oder Anpassungen ergeben können¹⁶⁹:

- (i) In der *Geheimhaltungsvereinbarung mit dem Anbieter* sollte in Bezug auf die Transaktion und die Evaluation eine umfassende Geheimhaltungsverpflichtung vorgesehen werden. Ferner empfiehlt sich unter Umständen die Vereinbarung, in der kritischen Phase den Handel mit betroffenen - Effekten zu unterlassen (*Trading Restriction*).
- (ii) Der *Kreis der Informationsempfänger* sollte möglichst eng gehalten werden. Die Forderung, der Kreis dürfe sieben Personen nicht übersteigen, ist allerdings praxisfremd, da ansonsten jedes Übernahmevorhaben praktisch sofort offen gelegt werden müsste¹⁷⁰. In der Praxis konnten mehrfach Transaktionen mit fünfzig und mehr Insidern bis zur Publikation erfolgreich geheim gehalten werden.
- (iii) Die Informationsempfänger sollten ihrerseits eine Geheimhaltungserklärung mit Trading Restriction abgeben (*Insider-Erklärung*). Darin kann zwecks Erzielung einer gewissen abschreckenden Wirkung ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass es sich bei den vermittelten Informationen um Insiderinformationen handelt, deren Nutzung oder Weitergabe strafrechtliche Sanktionen nach sich ziehen kann.
- (iv) Die Parteien sollten *Insider-Listen* führen, worin die Informationsempfänger und der Zeitpunkt ihres Einbezugs aufgelistet werden.
- (v) Die Zielgesellschaft sollte während des Bekanntgabeaufschubs die *Marktentwicklung* der betreffenden Valoren verfolgen bzw. verfolgen lassen, um mögliche Informationslecks möglichst zeitnah zu entdecken. Zu beobachten sind sowohl die Grundvaloren (Aktien) der beteiligten Gesellschaften als auch Derivate, und zwar in Bezug auf Volumina und Kursentwicklung.
- (vi) Schliesslich sollte die Zielgesellschaft für den Fall eines Informationslecks ein „*Not-Communiqué*“ vorbereiten, und sollten die Zuständigkeiten und Erreichbarkeiten klar geregelt sein.

Hat die Zielgesellschaft die vorstehenden Vorkehrungen eingehalten, insbesondere eine Insider-Liste geführt, Insider-Erklärungen von (zumindest) einem

¹⁶⁹ Vgl. auch HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 32.

¹⁷⁰ TSCHÄNI, 2. Kap. Rz 71.

wesentlichen Teil der Insider eingeholt sowie eine Notfall-Pressemitteilung vorbereitet, hat sie das ihr Zumutbare getan, um die Vertraulichkeit der Tatsache zu gewährleisten.

d) *Umgehende Information bei einem Informationsleck*

Sobald die Zielgesellschaft ein Informationsleck feststellt, welches über ein blosses Gerücht hinausgeht¹⁷¹, muss sie umgehend den Markt informieren¹⁷². Ob bestimmte Volumen- oder Kursentwicklungen auf ein Leck zurückzuführen sind oder doch nur auf (wahren) Gerüchten beruhen, kann eine schwierige Frage sein. Soweit bei objektiver Betrachtung plausible Gründe für ein Gerücht vorliegen und angenommen werden kann, dass Kursbewegungen nicht auf Insiderhandel beruhen, kann der Informationsaufschub grundsätzlich bestehen bleiben, auch wenn das Gerücht eigentlich den Tatsachen entspricht¹⁷³. Allerdings ist in dieser heiklen Abgrenzung Zurückhaltung geboten. Im Zweifel sollte die Publikation der Geheimhaltung vorgezogen werden¹⁷⁴. Wird informiert, sollte dies möglichst umgehend geschehen. Für einen formellen Verwaltungsratsbeschluss bleibt regelmässig keine Zeit. Oft wird sich eine Information während der Handelszeiten aufdrängen, zum Beispiel wenn zu befürchten ist, dass die Tatsache noch während den Schweizer Handelszeiten in einer amerikanischen Zeitung publiziert wird¹⁷⁵.

VI. Übernahmespezifische Vereinbarungen der Zielgesellschaft mit dem Anbieter

1. Hintergrund und typischer Inhalt von sog. Transaction Agreements

Im Rahmen von abgestimmten Übernahmeangeboten schliessen die Zielgesellschaft und der Anbieter nicht selten eine *Transaktionsvereinbarung* (*Transaction Agreement*) ab, worin sie ihre gegenseitigen Rechte und Pflichten im

¹⁷¹ Vgl. WEBER, 300 m.w.H.

¹⁷² Vgl. auch LÜCHINGER, 246.

¹⁷³ Ähnlich HSU, 217.

¹⁷⁴ HUBER/HODEL/STAUB GIEROW, Art. 72 N 32 m.w.H.

¹⁷⁵ In einem so gelagerten Fall (Entscheid vom 31. Mai 2001) beurteilte die Zulassungsstelle die Bekanntgabe nach dem Handelsschluss in der Schweiz als zu spät; vgl. WEBER, 300.

Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot regeln¹⁷⁶. Der Grund für solche Vereinbarungen liegt vor allem im Bedürfnis der Parteien, den Preis, die Bedingungen und die anderen Hauptpunkte des Angebots festzulegen und weitere regelungsbedürftige Punkte im Zusammenhang mit dem Angebot in verbindlicher Weise zu regeln. In jenen Fällen, wo die Zielgesellschaft über einen verkaufenden Kontrollaktionär verfügt, tritt dieser oft an die Stelle der Zielgesellschaft als Vertragspartei. Da er die Zielgesellschaft kontrolliert und deren Verhalten während der Angebotsfrist weitgehend steuern kann, erübrigt sich in diesen Fällen eine Vereinbarung mit der Zielgesellschaft¹⁷⁷. Im Hinblick auf die Ad hoc-Publizität wird die Transaktionsvereinbarung meistens am Abend oder in der Nacht vor der Publikation der Voranmeldung in den elektronischen Medien abgeschlossen, wobei der endgültige Entwurf der Voranmeldung als Anhang dem Vertrag beigefügt wird.

Der spezifische Inhalt einer Transaktionsvereinbarung hängt naturgemäss von den konkret zu regelnden Punkten und den Verhandlungspositionen der Parteien ab. Typischerweise sieht die Vereinbarung die Pflicht (und nicht bloss die Absicht) des Anbieters vor, ein öffentliches Übernahmeangebot zu einem bestimmten Preis und mit bestimmten Bedingungen zu unterbreiten. Handelt es sich um ein Tausch- oder ein gemischtes Angebot, verpflichtet sich die Anbieterin auch zur Bereitstellung der Tauschpapiere. Auf der anderen Seite stipuliert die Vereinbarung regelmässig, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das Angebot zur Annahme empfehlen und zwecks Änderung der Statuten oder Wahlen in den Verwaltungsrat eine Generalversammlung einberufen wird, sowie dass die Verwaltungsratsmitglieder auf den Vollzug hin aus dem Verwaltungsrat zurücktreten werden. Ausserdem enthält der Vertrag oft Bestimmungen über die Geschäftsführung zwischen der Voranmeldung und dem Vollzug des Angebots, die Behandlung von Mitarbeiteroptionen und Mitarbeiteraktien

¹⁷⁶ Als Beispiele seien die Transaktionsvereinbarungen zwischen Smith & Nephew plc und Centerpulse AG sowie InCentive Capital AG vom 20. März 2003 genannt; vgl. den Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Centerpulse AG vom 25. April 2003, Ziffer C.10; Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der InCentive Capital AG vom 25. April 2003, Ziffer D.4.

¹⁷⁷ Als Beispiel sei auf das Transaction Agreement zwischen Roche Holding AG und Willy Michel vom 11. Februar 2003 im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot auf Disetronic Holding AG hingewiesen; vgl. den Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Roche Holding AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von je CHF 5 Nennwert der Disetronic Holding AG vom 24. März 2003, Ziffer D.2.

im Zusammenhang mit dem Angebot oder die Ausarbeitung des Prospekts und der Fusionskontrollmeldungen, sowie bezüglich Vertraulichkeit und Pressemitteilungen, betreffend die Zusammenarbeit mit der Übernahmekommission und anderen Behörden, oder hinsichtlich der Wahrnehmung der Offenlegungs- und Meldepflichten. Ferner wird im Hinblick auf die Best Price Rule typischerweise vorgesehen, dass die Parteien während der Angebotsfrist keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft über dem Angebotspreis erwerben. Sollte die Zielgesellschaft eigene Aktien halten, wird sie sich oft dazu verpflichten, über diese nicht zu verfügen und sie unter dem Angebot nicht anzudienen.

2. Ermessen und Schranken des Verwaltungsrates beim Abschluss übernahmespezifischer Vereinbarungen mit dem Anbieter

Sofern das Übernahmeangebot in der Beurteilung des Verwaltungsrates im Interesse der Zielgesellschaft liegt, muss man dem Grundsatz nach davon ausgehen, dass auch eine Transaktionsvereinbarung dem Gesellschaftsinteresse dient. Dies gilt namentlich dort, wo der Anbieter ohne die Transaktionsvereinbarung zum Angebot nicht bereit wäre. Insgesamt kommt dem Verwaltungsrat in den Verhandlungen und der inhaltlichen Ausgestaltung der Transaktionsvereinbarung ein weiter *Ermessensspielraum* zu, wobei er einige Schranken zu beachten hat.

a) Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlungspflicht als Schranken

Der Verwaltungsrat sollte im Transaktionsvertrag keine Vereinbarungen eingehen, die dem Gesellschaftsinteresse widersprechen. Von einem Widerspruch zum Gesellschaftsinteresse ist regelmässig bei Lock-ups auszugehen, d.h. Vereinbarungen, welche Konkurrenzofferten verunmöglichen oder wesentlich erschweren¹⁷⁸. Sodann sind auch Vereinbarungen kritisch, welche im Falle des Scheiterns des Angebots, was nie ausgeschlossen werden kann, die nachhaltige Überlebensfähigkeit der Gesellschaft gefährden oder die weitere Entwicklung ihrer Geschäftstätigkeit erheblich beeinträchtigen. Hierunter fallen etwa Break Fees, die derart hoch sind, dass sie zu nachhaltigen Liquiditätsschwierigkeiten führen, oder Konkurrenzverbote in Bezug auf Produkte oder Märkte, die für die Gesellschaft essentiell sind. Sodann hat der Verwaltungsrat sicherzustellen, dass das Angebot die Aktionäre gleich behandelt und im Transaktionsvertrag

¹⁷⁸ S. dazu Ziffer VI.3. hinten.

keine Vereinbarungen getroffen werden, die zu einer Ungleichbehandlung der Aktionäre führen¹⁷⁹.

b) Übernahmerechtliche Berichterstattungspflicht als Schranke

Die zweite inhaltliche Schranke für ein Transaction Agreement ergibt sich aus der übernahmerechtlichen Berichterstattungspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft. Zwar ist die regelmässig vorgesehene Verpflichtung, das Angebot des Anbieters zur Annahme zu empfehlen, als zulässig zu erachten, sofern der Verwaltungsrat das Angebot zu diesem Zeitpunkt bereits geprüft und befunden hat, dass es im Gesellschaftsinteresse liegt. Die Verpflichtung, ein konkurrierendes Angebot zur Ablehnung zu empfehlen, widerspräche demgegenüber sowohl dem Gesellschaftsinteresse¹⁸⁰ als auch der übernahmerechtlichen Regelung, wonach der Bericht wahr und vollständig sein muss und alle wesentlichen Elemente anzugeben hat, welche die Stellungnahme beeinflusst haben¹⁸¹.

c) Übernahmerechtliche Gleichbehandlungspflicht als Schranke

Als dritte Schranke sollte der Verwaltungsrat mit dem Anbieter keine Vereinbarung eingehen, welche die Zielgesellschaft darin einschränkt, einen allenfalls auftretenden konkurrierenden Anbieter gleich zu behandeln wie den Erstanbieter. Namentlich wäre, sofern der Erstanbieter zu einer Due Diligence zugelassen wurde, die Verpflichtung unzulässig, einem konkurrierenden Anbieter keine oder nicht dieselben Informationen offen zu legen¹⁸². Aus der Gleichbehandlungspflicht folgt hingegen keine Pflicht der Zielgesellschaft und ihres Verwaltungsrates, mit einem konkurrierenden Anbieter ebenfalls eine Transaktionsvereinbarung einzugehen mit einem im Wesentlichen gleichen Inhalt wie jene mit dem Erstanbieter¹⁸³. Allerdings kann die Zielgesellschaft gestützt auf ihre Gleichbehandlungspflicht ab dem Zeitpunkt, da die Konkurrenzofferte vorangemeldet wurde, mit keinem der Anbieter irgendeine angebotsspezifische Vereinbarung mehr abschliessen, es sei denn, sie behalte sich ausdrücklich das Recht vor, mit den anderen Anbietern dieselbe Vereinbarung einzugehen.

¹⁷⁹ S. dazu Ziffer III.1.b) vorn.

¹⁸⁰ Vgl. TSCHÄNI, Auktionsregel, 426.

¹⁸¹ Art. 29 Abs. 2 und 4 UEV-UEK.

¹⁸² Gestützt auf Art. 48 Abs. 1 UEV-UEK; vgl. FN 55.

¹⁸³ Vgl. Ziffer VI.6. hinten.

d) *Verbot von Abwehrmassnahmen als Schranke*

Schliesslich ist beim Abschluss von Transaktionsvereinbarungen auch das Verbot von Abwehrmassnahmen zu beachten. Darauf ist im Zusammenhang mit Lock-up Vereinbarungen einzugehen¹⁸⁴.

3. Lock-up Vereinbarungen

Unter Lock-up Vereinbarungen versteht man Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft¹⁸⁵ und dem Erstanbieter, welche ein konkurrierendes Angebot durch einen Dritten verunmöglichen oder wesentlich erschweren¹⁸⁶. Solche Vereinbarungen widersprechen regelmässig dem Gesellschaftsinteresse und sind daher aus aktienrechtlicher Sicht in der Regel unzulässig¹⁸⁷. Gewisse dieser Vereinbarungen setzen für ihren Vollzug zudem die Zustimmung der Generalversammlung voraus, etwa wenn wesentliche Betriebsteile veräussert werden sollen und dies einer Teilliquidation oder Zweckänderung gleichkommt¹⁸⁸. Werden solche Vereinbarungen nach der Veröffentlichung der Voranmeldung des Erstanbieters getroffen, ist regelmässig das übernahmerechtliche Verbot von Abwehrmassnahmen verletzt¹⁸⁹, insbesondere wenn sie den Verkauf oder den Erwerb von Betriebsteilen mit einem Wert bzw. zu einem Preis von mehr als 10% der Bilanzsumme oder den Verkauf bzw. die Belastung von *Crown Jewels* vorsehen¹⁹⁰. Erst recht sind solche Abmachungen ausgeschlossen, wenn ein Konkurrenzangebot erfolgt, weil dann auch die Gleichbehandlungspflicht verletzt wäre¹⁹¹.

Nur in seltenen Ausnahmesituationen, und auch dann regelmässig nur vor der Voranmeldung des Erstangebots, können Lock-up Vereinbarungen zulässig sein, nämlich wenn die Gesellschaft darauf angewiesen ist, von einem Anbieter

¹⁸⁴ Vgl. dazu sogleich Ziffer VI.3.

¹⁸⁵ Zu Lock-up Vereinbarungen mit Kontrollaktionären vgl. TSCHÄNI, Auktionsregel, 427 f.

¹⁸⁶ Vgl. TSCHÄNI, Auktionsregel, 426; BAHAR, 162; BÜHLER, 34; FRAUENFELDER, 175; WATTER/DUBS, 1324.

¹⁸⁷ Vgl. BÜHLER, 35; FRAUENFELDER, 176; WATTER/DUBS, 1325; WATTER, M&A IV, 6 f.; ferner BAHAR, 171 ff.; RÖTHLISBERGER/NÄGELI, 77 f.

¹⁸⁸ Vgl. dazu BGE 100 II 384 (Liegenschaften und Beteiligungen AG); 116 II 320 (Kammgartenspinnerei Interlaken AG); TSCHÄNI, 3. Kap. Rz 140 ff.

¹⁸⁹ Vgl. WATTER/DUBS, 1325; ferner Ziffer III.2.c) vorn.

¹⁹⁰ Art. 35 Abs. 2 lit. a und b UEV-UEK.

¹⁹¹ TSCHÄNI, Auktionsregel, 426; BÜHLER, 34; vgl. auch Ziffer VI.2.c) vorn.

übernommen zu werden, und sich kein Dritter findet, der ein Angebot unterbreitet, ohne auf entsprechende Vereinbarungen zu bestehen¹⁹². In diesem Fall sollte in der Vereinbarung ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass sie eine Bedingung für die Unterbreitung des Angebots darstellt¹⁹³. Ausserdem sollte der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft keine Zwangslage für die Aktionäre schaffen und sich daher, wenn immer möglich, ein Beendigungsrecht („*fiduciary out*“) vorbehalten, welches ihm ermöglicht, die Vereinbarung unter bestimmten Voraussetzungen zu beenden, ohne dass die spezifisch vereinbarten Rechtsfolgen des Lock-ups eintreten¹⁹⁴. Ohne solche Ausstiegsmöglichkeiten sind Lock-up Vereinbarungen heikel und unter Umständen mit Haftungsfolgen oder gar Straffolgen für die Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft verbunden¹⁹⁵.

4. Break Fee Vereinbarungen

a) Begriff, Funktion und vertragsrechtliche Natur

Unter einer Break Fee Vereinbarung, auch als „*Inducement Fee*“, „*Broken Deal Fee*“ oder „*Termination Fee*“ bezeichnet, versteht man das vertragliche Versprechen einer bestimmten Geldsumme für den Fall, dass das geplante bzw. vereinbarte öffentliche Übernahmeangebot aus bestimmten Gründen nicht zustande kommt¹⁹⁶. Denkbar ist, dass sich nur die Zielgesellschaft zur Zahlung verpflichtet (einseitige Verpflichtung, „*unilateral Break Fees*“). Häufiger sind gegenseitige Zahlungsverprechen, die darauf abstellen, durch welche Partei das Scheitern des Angebots zu vertreten ist („*reciprocal Break Fees*“). Die eigentliche Break Fee dient der Transaktionssicherung. Allerdings muss sie, um diesem Ziel zu dienen, prohibitiv hoch sein, was im Schweizer Recht als unzulässig anzusehen ist¹⁹⁷. Dementsprechend steht im Schweizer Recht die Funktion des Kostenersatzes im Vordergrund. Vertragsrechtlich kann je nach dem Zweck der Break Fee eine Schadenspauschalierung oder eine unechte Konven-

¹⁹² TSCHÄNI, Auktionsregel, 426; vgl. auch WATTER/DUBS, FN 111.

¹⁹³ Vgl. WATTER/DUBS, 1325; BÜHLER, 35.

¹⁹⁴ Zu Fiduciary Out Klauseln vgl. BAHAR, 163 f. m.w.H.; ferner WATTER/DUBS, 1326.

¹⁹⁵ Zur Haftung vgl. WATTER/DUBS, 1325; zum Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung vgl. Ziffer III.4.b) vorn.

¹⁹⁶ Vgl. SIEGER/HASSELBACH, 625; FIELD/SHARP, 40.

¹⁹⁷ Vgl. Ziffer VI.3. vorn.

tionalstrafe vorliegen¹⁹⁸. Handelt es sich um eine Schadenspauschalierung, kann die Break Fee reduziert werden, falls der verpflichteten Partei der Nachweis gelingt, dass der tatsächliche Schaden der berechtigten Partei kleiner ist als die vereinbarte Summe. Ist hingegen von einer Konventionalstrafe auszugehen, kann die Break Fee herabgesetzt werden, wenn sie übermässig hoch ist¹⁹⁹. Dies ist anzunehmen, wenn sie den Betrag, welchen die Parteien *ex ante* als höchstmöglichen Schaden betrachteten, unverhältnismässig übersteigt²⁰⁰.

b) *Präzedenzfälle*

In den USA sind in der Vergangenheit eine ganze Reihe von Break Fee Vereinbarungen abgeschlossen worden, welche aufgrund des dort angestrebten Zwecks der Transaktionssicherung oft sehr hoch waren²⁰¹. In der Schweiz sind die versprochenen Summen demgegenüber vergleichsweise klein. Sie sind bisher primär im Zusammenhang mit Fusionen von kotierten Gesellschaften vorgekommen, wobei der Betrag jeweils zahlbar gewesen wäre, wenn die Generalversammlung einer der Gesellschaften der Fusion nicht zugestimmt hätte²⁰². Im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen sind bisher drei Fälle von Break Fee Vereinbarungen öffentlich bekannt geworden, nämlich bei der Übernahme der Alusuisse Group AG durch Alcan Aluminium Limited im Jahr 1999 (einhundert Millionen US Dollar) sowie bei den Angeboten der Smith & Nephew plc auf Centerpulse AG (zwanzig Millionen Franken) und auf InCentive Capital AG (vier Millionen Franken) im Jahr 2003²⁰³.

¹⁹⁸ Vgl. ISLER, Break-up Fee, 86 f.

¹⁹⁹ Art. 163 Abs. 3 OR.

²⁰⁰ Vgl. ISLER, Break-up Fee, 88 m.w.H.

²⁰¹ Vgl. SIEGER/HASSELBACH, 626. Als Beispiel sei die zwischen American Home Products und Warner Lambert vereinbarte Break Fee in Höhe von zwei Milliarden US-Dollar erwähnt. Nachdem Werner Lambert nicht wie vorgesehen mit American Home Products, sondern mit Pfizer fusionierte, wurde die Fee – auf USD 1.8 Mrd. reduziert – tatsächlich an American Home Products bezahlt.

²⁰² Betragsmässig lagen die vereinbarten Break Fees zwischen zwölf und fünfzig Millionen Franken; vgl. ISLER, Break-up Fee, 84 ff.

²⁰³ Vgl. die gemeinsame Medienmitteilung der Alcan Aluminium Limited, Alusuisse Group AG und Pechiney SA vom 11. August 1999, 8; den Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Centerpulse AG vom 25. April 2003, Ziffer C.10; den Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der InCentive Capital AG vom 25. April 2003, Ziffer D.4.

c) *Zulässigkeit und Höhe*

Ob, unter welchen Voraussetzungen und in welcher Höhe Break Fees in der Schweiz zulässig sind, wurde bislang durch die Gerichte nicht entschieden. Die Problematik einer durch die Zielgesellschaft²⁰⁴ versprochenen Break Fee im Rahmen einer öffentlichen Übernahme liegt darin, dass einerseits die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre potentiell eingeschränkt wird und andererseits all-fällige konkurrierende Anbieter potentiell davon abgehalten werden, ein konkurrierendes Angebot zu unterbreiten. Auf der anderen Seite werden Break Fees damit gerechtfertigt, dass der Anbieter eine besonders lohnende Investitionsmöglichkeit entdeckt hat, weshalb ihm eine *Finder's Fee* zustehen soll²⁰⁵. Aus Sicht der Zielgesellschaft kann sich eine Break Fee im Lauf der Vertragsverhandlungen als notwendig erweisen, damit der Übernahmeinteressent überhaupt zu einem Angebot bereit ist²⁰⁶. Gegebenenfalls dient die Break Fee somit dazu, die Entscheidungsmöglichkeit für die Aktionäre überhaupt erst zu schaffen, und ein öffentliches Steigerungsverfahren überhaupt erst in Gang zu setzen²⁰⁷. Wo es keinen Erstanbieter gibt, gibt es auch kein öffentliches Auktionsverfahren.

Aus diesen Überlegungen muss es für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Grundsatz zulässig sein, eine Break Fee zu vereinbaren, sofern er in seinem pflichtgemässen *Ermessen* davon ausgehen muss, dass der Anbieter ohne die Break Fee zum Angebot überhaupt nicht oder nicht zu einem bestimmten Preis und bestimmten weiteren Bedingungen bereit ist, und die Break Fee die Entscheidung der Aktionäre nicht präjudiziert sowie Dritte nicht von einem konkurrierenden Angebot abhält. In ihrer Höhe sollte die Break Fee *verhältnismässig klein* sein und sich grundsätzlich am Schaden des Anbieters orientieren, den die Parteien im Fall eines Scheiterns des Angebotes erwarten²⁰⁸. Primär sind die ungefähren Kosten, die mit dem Angebot und dessen Vorbereitung für den An-

²⁰⁴ Die nachfolgenden Ausführungen beleuchten die Problematik von Break Fees aus der Sicht der Zielgesellschaft. Soweit der Anbieter eine Break Fee-Verpflichtung eingehen soll, und es sich beim Anbieter um eine schweizerische Gesellschaft handelt, gelten die Ausführungen sinngemäss.

²⁰⁵ Vgl. z.B. WATTER, M&A IV, 7.

²⁰⁶ Dies kann namentlich auf Private Equity Investoren zutreffen, die für den Fall des Scheiterns ihres Angebots den Kostenersatz sicherstellen wollen.

²⁰⁷ Im Zusammenhang mit Fusionen ähnlich ISLER, Break-up Fee, 92.

²⁰⁸ Vgl. im Zusammenhang mit dem Fusionsvertrag auch BSK FusG-WOLF, Art. 12 N 14; ferner RÖTHLISBERGER/NÄGELI, 77 f.

bieter verbunden sind, ausschlaggebend. Aber auch ein Gewinn des Anbieters, der deshalb ausgeblieben ist, weil das gescheiterte Angebot unterbreitet wurde, kann unter Umständen berücksichtigt werden²⁰⁹. Eine grobe Schätzung und eine entsprechende Pauschalierung sind dabei durchaus zulässig und möglich. Allerdings erscheint eine feste Grenze, wie etwa 1% des Transaktionswerts, die für das Englische und das Deutsche Recht gelten soll und auch für das Schweizer Recht befürwortet wird²¹⁰, als zu starr. Bei kleineren Transaktionen können die Kosten des Anbieters eine solche Grenze leicht überschreiten, und bei grossen Transaktionen können sie nur einen Bruchteil ausmachen. Ausserdem muss sich die Break Fee in jedem Fall an der tatsächlichen Finanzlage der Zielgesellschaft orientieren und darf nicht dazu führen, dass die nachhaltige Überlebensfähigkeit oder die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft gefährdet wäre, falls das Angebot scheitert und die Break Fee bezahlt werden muss.

5. No-Shop und No-Talk Vereinbarungen

Oft sucht der Anbieter eine Transaktionssicherung darin, dass er den Verwaltungsrat und die Zielgesellschaft darauf verpflichten will, nicht aktiv nach Drittanbietern zu suchen (sog. *No-shop* Verpflichtung). Da für das schweizerische Recht eine Auktionspflicht abzulehnen ist²¹¹, sind solche Vereinbarungen als zulässig zu erachten²¹². Fraglich ist allerdings, ob sich der Verwaltungsrat dazu verpflichten darf, mit einem Dritten, der von sich aus an die Gesellschaft herantritt, keine Gespräche zu führen²¹³. Unzulässig wären solche sog. *No-talk* Vereinbarungen jedenfalls insoweit, als sie die Gleichbehandlung eines konkurrierenden Anbieters nach dessen Übernahmeangebot beeinträchtigen oder den Verwaltungsrat in seiner Berichterstattung an die Aktionäre einschränken würden.

²⁰⁹ Vgl. BAHAR, 163.

²¹⁰ Vgl. für das Deutsche Recht STIEGER/HASSELBACH, 628; für das Englische Recht FIELD/SHARP, 46; für das Schweizer Recht ISLER, Break-up Fee, 94.

²¹¹ Vgl. Ziffer V.2 vorn.

²¹² Vgl. WATTER, M&A IV, 7; BAHAR, 163.

²¹³ Ablehnend WATTER, a.a.O.; befürwortend BAHAR, a.a.O.

6. Keine Kontrahierungspflicht in Bezug auf einen konkurrierenden Anbieter

Die Frage stellt sich, ob der konkurrierende Anbieter aufgrund der übernahmerechtlichen Gleichbehandlungspflicht der Zielgesellschaft Anspruch darauf hat, dass die Zielgesellschaft mit ihm eine Transaktionsvereinbarung mit einem im Wesentlichen gleichen Inhalt abschliesst wie mit dem Erstanbieter. Die Frage ist zu verneinen. Nach der Praxis der Übernahmekommission kann der konkurrierende Anbieter sein Angebot nicht darauf bedingen, dass die Zielgesellschaft mit ihm eine Transaktionsvereinbarung abschliesst, die im Wesentlichen der Vereinbarung mit dem Erstanbieter entspricht; eine solche Bedingung wäre unlauter, weil sie voraussetzt, dass die Zielgesellschaft ihren Vertrag mit dem Erstanbieter bricht, und weil sie daher auch als unzulässige Potestativbedingung zu qualifizieren wäre²¹⁴. Daraus folgt, dass die Transaktionsvereinbarung mit dem Erstanbieter für den Fall einer Konkurrenzofferte keine Auflösungsmöglichkeit vorsehen muss und auch von Rechts wegen nicht aufgelöst werden kann, wenn ein konkurrierendes Angebot erfolgt²¹⁵. Der Anbieter kann sich daher grundsätzlich auf die Rechtsbeständigkeit von Transaktionsvereinbarungen mit der Zielgesellschaft verlassen. Umgekehrt, aus Sicht der Zielgesellschaft, begründet die Gleichbehandlungspflicht keine Kontrahierungspflicht gegenüber allfälligen Konkurrenzanbietern, mit welchen die Zielgesellschaft unter Umständen auch gar keine Vereinbarung abschliessen will.

7. Handeln in gemeinsamer Absprache

Transaktionsspezifische Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und dem Anbieter sind im Angebotsprospekt offen zu legen²¹⁶. Eine wesentliche

²¹⁴ Empfehlung *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, E. 2.3.

²¹⁵ Insoweit unterscheiden sich Transaktionsvereinbarungen mit der Zielgesellschaft von Andienungs- oder bedingten Kaufverträgen mit Aktionären der Zielgesellschaft, die im Fall einer Konkurrenzofferte nach Auffassung der Übernahmekommission und der Eidgenössischen Bankenkommision zwingend und in zum Voraus unverzichtbarer Weise widerrufbar sind; vgl. Empfehlung *InCentive Capital AG II* vom 11. Juni 2003, E. 5.4.1; Verfügung der EBK *Centerpulse AG/InCentive Capital AG* vom 23. Juli 2003, E. 3; ausführlich TSCHÄNI, Auktionsregel, 420 ff. m.w.H.

²¹⁶ Art. 23 Abs. 1 lit. b UEV-UEK; vgl. z.B. den Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Centerpulse AG vom 25. April 2003, Ziffer C.10; Angebotsprospekt für das öffentliche Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der InCentive Capital AG vom 25. April 2003, Ziffer D.4; Angebotsprospekt der Roche Holding AG für das öffentliche Kauf- bzw. Umtauschangebot der

Folge solcher Vereinbarungen ist ferner, dass die Zielgesellschaft vom Zeitpunkt des Vertragsabschlusses regelmässig als in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelnd gilt²¹⁷. Die Zielgesellschaft treffen daher auch die Anbieterpflichten und die Meldepflicht²¹⁸. Dies ist namentlich im Hinblick auf die Best Price Rule bedeutsam, etwa wenn die Zielgesellschaft im Rahmen des Angebots Mitarbeiteroptionen zurückkauft²¹⁹.

VII. Übernahmespezifische Entschädigungsvereinbarungen mit dem Management

1. Arten und Zweck von übernahmespezifischen Entschädigungen

Neben Transaktionsvereinbarungen mit dem Anbieter sind im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen auch spezifische Entschädigungsvereinbarungen mit bestimmten Schlüsselpersonen der Zielgesellschaft, namentlich mit den Mitgliedern der obersten Geschäftsleitung, nicht selten anzutreffen²²⁰. Oft handelt es sich um Abgangsentschädigungen (sog. *Severance Payments*), die für den Fall des Ausscheidens nach einem Kontrollwechsel im Arbeitsvertrag allgemein zugesprochen oder im Vorfeld einer sich abzeichnenden oder möglichen Übernahme spezifisch vereinbart werden. Sie können in Bezug auf ihre Höhe und die Voraussetzungen, unter welchen sie zahlbar sind, erheblich variieren. In Bezug auf die Voraussetzungen sind namentlich der Kontrollwechsel bzw. die Schwelle, ab welchem ein solcher angenommen wird (z.B. 50.01% oder 66.67%), die Partei, von welcher die Beendigung auszugehen hat (Arbeitgeber bzw. Arbeitnehmer), die Umstände der Beendigung sowie die Dauer, während welcher die Kündigung zu erfolgen hat, zu definieren²²¹. Denkbar sind

Roche Holding AG für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von je CHF 5 Nennwert der Disetronic Holding AG vom 24. März 2003, Ziffer D.2.

²¹⁷ Vgl. die Nachweise bei TSCHÄNI, M&A VI, FN 188.

²¹⁸ Vgl. Ziffer III.2.a) vorn m.w.H.

²¹⁹ Vgl. TSCHÄNI, M&A VI, 213.

²²⁰ Vgl. BRECHBÜHL, 33.

²²¹ Im Fall Centerpulse AG hatten die obersten Mitglieder der Geschäftsleitung z.B. Anspruch auf die Zahlung, wenn die Kündigung innerhalb von 12 Monaten seit dem Kontrollwechsel (der offenbar nicht weiter definiert worden war) durch die Arbeitgeberin oder durch den Arbeitnehmer erfolgte, im letzteren Fall jedoch nur, wenn sich die Position des Arbeitnehmers wesentlich verschlechtert hat; vgl. den Bericht des Verwaltungsrates der Centerpulse AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc vom 16. April 2003, Ziffer 2. Eine andere mögliche Struktur wäre, bedingt auf den Kontrollwechsel einen lang-

sodann Zahlungsverprechen, welche lediglich auf den Kontrollwechsel bedingt und daher für den Fall geschuldet sind, dass es zu einem Übernahmeangebot kommt oder ein solches zustande kommt (sog. *Retention Payments*). Retention Payments werden wohl nur in Ausnahmefällen bereits bei der Anstellung vereinbart. Im häufigeren Fall dürften sie erst eingeräumt werden, wenn sich eine Übernahme abzeichnet oder der Verwaltungsrat aktiv eine Übernahme anstrebt²²².

Während mit Severance Payments in erster Linie der mit dem Verlust der Anstellung verbundene Schaden kompensiert werden soll, sollen Retention Payments die mit einem Angebot verbundene, ausserordentliche Mehrarbeit entschädigen. Beide Entschädigungen bezwecken zudem in der Regel, für das Management einen Anreiz zu schaffen, zu einem für die Aktionäre möglichst attraktiven Übernahmeangebot beizutragen. Ausnahmsweise kann ihr Zweck in umgekehrter Richtung darin bestehen, ein ungebetenes Übernahmeangebot zu verhindern oder zu erschweren.

2. Zulässigkeit und Höhe

Abgangsentschädigungen oder Retention Payments an das Management sind aus aktienrechtlicher Sicht nur zulässig, wenn sie im Gesellschaftsinteresse liegen und in ihrem Ausmass sachlich gerechtfertigt sind²²³. Bei der Beurteilung können je nach dem Zeitpunkt der Einräumung unterschiedliche Gesichtspunkte in den Vordergrund treten. Wird die Sonderentschädigung bereits zum Zeitpunkt der Anstellung verlangt, ist primär danach zu fragen, ob sie notwendig und angemessen ist, um den spezifischen Kandidaten mit seinen spezifischen Fähigkeiten zum Vertragsabschluss mit der Gesellschaft zu bewegen. Die Bedeutung des Bewerbers und dessen Fähigkeiten für das Unternehmen einerseits und die konkret vorherrschenden Verhältnisse auf dem relevanten Arbeitsmarkt andererseits sind zentrale Gesichtspunkte für die Frage, ob, und in welcher Höhe bereits in diesem Zeitpunkt eine Abgangsentschädigung für den Fall eines Kontrollwechsels eingeräumt werden muss und kann²²⁴.

fristigen und lukrativen Arbeitsvertrag abzuschliessen oder lange Kündigungsfristen für die Arbeitgeberin vorzusehen; vgl. BOHRER, § 15 N 51; BRECHBÜHL, 35.

²²² Zu Letzterem vgl. Ziffer V.1 vorn.

²²³ Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 250; Ziffer 26 SCBP.

²²⁴ Nach BÖCKLI, Aktienrecht, § 13 N 257, besteht nur bei der Einstellung einer ganz ungewöhnlich umworbenen Spitzenkraft ein gewisser Verhandlungsspielraum für das Zugeständnis einer pauschalen Abfindung bei vorzeitiger Kündigung.

Ist über die Spezialentschädigung hingegen erst im Vorfeld einer anvisierten Übernahme zu entscheiden, tritt die Frage in den Vordergrund, welche Bedeutung der betreffende Mitarbeiter für den Übernahmeprozess und ein möglichst attraktives Angebot hat. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Management oft einen wesentlichen Beitrag zu einer attraktiven Übernahmeofferte leistet, indem es die Zielgesellschaft in einem möglichst günstigen Licht präsentiert und im Rahmen der Due Diligence eng mit dem Anbieter kooperiert. Gleichzeitig sinkt die Motivation der Entscheidungsträger in einer solchen Situation naturgemäss, da sie – abgesehen von *Management Buy-outs* – regelmässig damit rechnen müssen, nach dem Vollzug ausgewechselt zu werden. Spezifisch eingeräumte Severance und Retention Payments können dazu beitragen, diese „Schere“ zu schliessen. Unter der Voraussetzung, dass eine Übernahme in der Beurteilung des Verwaltungsrates dem Gesellschaftsinteresse entspricht, können im Vorfeld einer Übernahme eingeräumte Severance und Retention Payments daher dem Grundsatz nach durchaus im Interesse der Gesellschaft liegen. Sollte der Zweck von spezifischen Entschädigungsvereinbarungen hingegen darin bestehen, eine Übernahme zu verunmöglichen oder zu erschweren, sind sie kritisch zu beurteilen. Dies gilt namentlich für unüblich hohe Abgangsentschädigungen (sog. *Golden Parachutes*). Sofern sie nach Vorliegen eines öffentlichen Angebots eingeräumt werden, können sie als unerlaubte Abwehrmassnahmen auch übernahmerechtlich unzulässig sein²²⁵.

Entscheidend für die Abgrenzung von gebotenen und unerlaubten Spezialentschädigungen ist deren Höhe. Erscheint diese im Hinblick auf den verfolgten Zweck – welcher je nach dem Zeitpunkt der Einräumung unterschiedlich sein kann – und die weiteren *Umstände* als vernünftig und angemessen, ist eine Abgangs- oder Treueentschädigung als zulässig zu erachten²²⁶. Ein massgebendes Kriterium ist der mutmassliche Ausfall, welcher den Betroffenen durch den Verlust ihrer Stellung entsteht²²⁷, bzw. der Umfang der mutmasslichen Mehrarbeit. Ferner ist zu berücksichtigen, ob für das Management bereits anderweitige Anreize für ein möglichst hohes Angebot bestehen, z.B. als Folge von Mitarbeiteroptionen mit einem hohen, aber nicht unrealistischen Ausübungspreis. Sodann ist auf die Schweizer „Marktüblichkeit“ abzustellen, was einen Ver-

²²⁵ Art. 35 Abs. 2 lit. c UEV-UEK.

²²⁶ Vgl. BRECHBÜHL, 34 m.w.H.

²²⁷ Vgl. BÜHLER, 31 m.w.H.

gleich mit Präzedenzfällen nahe legt²²⁸. Kritisch wäre eine Abgangs- oder Treueentschädigung jedenfalls dann, wenn sie derart hoch angesetzt wird, dass sie eine spürbare Auswirkung auf den Angebotspreis hat oder den Anbieter ganz davor abschreckt, ein Angebot zu unterbreiten.

3. Offenlegung im Bericht des Verwaltungsrates

Werden dem Management spezifische Abgangs- oder Treueentschädigungen zugesprochen, müssen sie im Bericht des Verwaltungsrates pro Empfänger individualisiert offen gelegt werden²²⁹. Die Publikationspflicht kann sich disziplinierend auf die Einräumung von Sonderentschädigungen auswirken. Es ist in umgekehrter Richtung aber auch nicht ausgeschlossen, dass sie einen anheizenden Effekt haben wird.

VIII. Berichterstattung des Verwaltungsrates und Fairness Opinion

1. Berichterstattung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

Der Entscheid über ein öffentliches Übernahmeangebot liegt durch Annahme oder Nichtannahme letztlich bei den Aktionären der Zielgesellschaft. Die Aktionäre verfügen gleichzeitig aber nur über die begrenzten, öffentlich zugänglichen Informationen über das Zielunternehmen. Daher trifft den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die bedeutsame Pflicht, das Wissensgefälle durch eine Stellungnahme zum Angebot auszugleichen²³⁰. Die diesbezügliche gesetzliche Regelung wurde durch die Übernahmekommission in zahlreichen Empfehlungen im Detail konkretisiert und erweitert. Die zu beachtenden Regeln erweisen sich mittlerweile als vergleichsweise komplex.

²²⁸ Vgl. FRAUENFELDER, 118. Im Fall Centerpulse AG etwa bewegten sich die mit den Mitgliedern der obersten Geschäftsleitung vereinbarten Abgangsentschädigungen zwischen ca. 1 und 2 Millionen Franken; der CEO erhielt knapp fünf Millionen Franken; vgl. den Bericht des Verwaltungsrates der Centerpulse AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Smith & Nephew Group plc vom 16. April 2003, Ziffer 2. Im Fall Maag Holding AG entsprach die gewissen Geschäftsleitungsmitgliedern eingeräumte Abgangsentschädigung einem Bruttojahresgehalt; vgl. Empfehlung *Maag Holding AG* vom 20. Dezember 2004, E. 6.2.1.

²²⁹ Vgl. dazu Ziffer VIII.1., FN 237, hinten. Ausserdem müssen Emittenten den Inhalt von Kontrollwechselklauseln im Geschäftsbericht veröffentlichen; vgl. Ziffer 7.2 der Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance der SWX Swiss Exchange.

²³⁰ Vgl. Art. 29 Abs. 1 BEGH.

a) *Die Berichterstattung im Allgemeinen*

Die in einem öffentlichen Bericht zu erstattende Stellungnahme des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft muss alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Angebotsempfänger ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können²³¹. Der Bericht kann, muss aber nicht, eine Empfehlung zum Angebot abgeben und hat eine klare Begründung für die Stellungnahme des Verwaltungsrates zu enthalten sowie alle wesentlichen Elemente zu nennen, welche die Stellungnahme beeinflusst haben²³². Ferner hat der Bericht die Absichten von Aktionären, die mehr als 5% der Stimmrechte halten, darzulegen, soweit diese bekannt sind, und geplante Abwehrmassnahmen anzugeben²³³. Einzelne Informationen können aus Geheimhaltungsgründen weggelassen werden, sofern die Revisionsstelle bestätigt, dass dies im Interesse der Gesellschaft liegt²³⁴. Sofern der Bericht nicht im Angebotsprospekt veröffentlicht wird, ist er spätestens am 15. Börsentag nach der Veröffentlichung des Angebots in mindestens zwei Zeitungen, in denen das Angebot publiziert wurde, zu veröffentlichen, und mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten, zuzustellen²³⁵.

b) *Bei potentiellen Interessenkonflikten*

Sodann hat der Bericht auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrates und der obersten Geschäftsleitung hinzuweisen²³⁶. Im Besonderen muss der Bericht die finanziellen Folgen des Angebots für die genannten Personen schildern und offen legen, ob die Mandate zu gleichwertigen Konditionen weitergeführt werden, oder aber die neuen Konditionen darlegen. Verlassen gewisse Mitglieder des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsleitung die Zielgesellschaft, ist anzugeben, ob sie eine Abgangsentschädigung erhalten und wie gross diese ist. Die Angaben müssen individuell erfolgen²³⁷.

²³¹ Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK.

²³² Art. 29 Abs. 3 und 4 UEV-UEK.

²³³ Art. 30 Abs. 1 und 2 UEV-UEK.

²³⁴ Art. 30 Abs. 3 UEV-UEK.

²³⁵ Art. 32 UEV-UEK.

²³⁶ Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK; vgl. zum Folgenden die Ausführungen von DANIEL DAENIKER in diesem Band.

²³⁷ Vgl. Empfehlungen *Axantis Holding AG* vom 15. Dezember 2000, E. 5.3; *Société Montreux-Palace SA* vom 4. Juli 2001, E. 6.1; *Centerpulse AG* vom 15. Juli 2003, E. 1.4 f.; *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, E. 6.2; *Aare-Tessin AG für Elektrizität* vom 6. Juli 2004, E. 6.1.1; *Bon*

Liegen Interessenkonflikte vor, hat der Bericht Rechenschaft über die Massnahmen abzulegen, welche die Zielgesellschaft getroffen hat, um zu vermeiden, dass sich die Interessenkonflikte zum Nachteil der Angebotsempfänger auswirken²³⁸. Eine blosser Offenlegung des Interessenkonflikts genügt nicht; vielmehr müssen geeignete Massnahmen ergriffen werden²³⁹.

Interessanterweise prüft die Übernahmekommission in Bezug auf potentielle Interessenkonflikte nicht nur, ob der Bericht vollständig ist und die gesetzlich geforderten Angaben enthält. Vielmehr nimmt sie auch eine materielle Prüfung vor. So begründet nach Auffassung der Übernahmekommission die Tatsache, dass die Anbieterin Mehrheitsaktionärin der Zielgesellschaft ist und sämtliche Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft auf Antrag von und mit Stimmen der Anbieterin gewählt wurden, die Vermutung, dass sich diese Personen in einem potentiellen Interessenkonflikt befinden, wobei die Zielgesellschaft den entsprechenden Gegenbeweis erbringen kann²⁴⁰. Ferner prüft die Übernahmekommission die im Bericht aufgeführten Massnahmen zur Vermeidung von potentiellen Interessenkonflikten daraufhin, ob sie nicht offensichtlich untauglich oder mit einem Mangel behaftet sind, welcher ihre Eignung von vornherein beeinträchtigt oder zweifelhaft erscheinen lässt²⁴¹. In diesem Zusammenhang hat die Übernahmekommission festgehalten, dass in der Praxis in erster Linie zwei Massnahmen in Frage kommen, nämlich die Bildung eines unabhängigen Verwaltungsratsausschusses oder das Einholen einer Fairness Opinion²⁴². Ausserdem hat die Übernahmekommission die Regel aufgestellt, dass entsprechend dem „Vier-Augen-Prinzip“ mindestens zwei Verwaltungs-

appétit Group AG vom 13. September 2004, E. 6.2.1; *Pelham Investments SA* vom 1. Oktober 2004, E. 4.2.1; *ZKB Axxess Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Pharma Vision AG* vom 11. Oktober 2004, jeweils E. 7.2.1; *Regedo Holding AG* vom 9. Dezember 2004, E. 5.2.1; *Maag Holding AG* vom 20. Dezember 2004, E. 6.2.1. In der Empfehlung *Keramik Holding AG* Laufen vom 1. November 1999, E. 6.1, wurde noch eine nicht individualisierte Angabe zugelassen.

²³⁸ Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK.

²³⁹ Empfehlungen *Centerpulse AG* vom 16. April 2003, E. 6.2; *Aare-Tessin AG für Elektrizität* vom 6. Juli 2004, E. 6.1.2; *ZKB Axxess Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Pharma Vision AG* vom 11. Oktober 2004, jeweils E. 7.2.2; *Regedo Holding AG* vom 9. Dezember 2004, E. 5.2.2.

²⁴⁰ Vgl. Empfehlungen *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, E. 6.2.2.2; *ZKB Axxess Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Pharma Vision AG* vom 11. Oktober 2004, jeweils E. 7.2.2.3.

²⁴¹ Empfehlungen *Centerpulse AG* vom 16. April 2003, E. 6.2 f.; *Jelmoli Holding AG* vom 27. Mai 2003, E. 6.2; *ZKB Axxess Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Pharma Vision AG* vom 11. Oktober 2004, jeweils E. 7.2.2.1 *in fine*.

²⁴² Vgl. Empfehlung *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.2.2.

räte übrig bleiben müssen, die in der Lage sind, frei von Interessenkonflikten zum öffentlichen Kaufangebot Stellung zu nehmen²⁴³. Ist dieses Erfordernis nicht erfüllt, hat sie stillschweigend eine Fairness Opinion als Ausweg zugelassen²⁴⁴. Man kann sich fragen, ob die Übernahmekommission *de lege lata* kompetent ist, eine solche materielle Prüfung, die letztlich auf dem Gesellschaftsrecht basiert, vorzunehmen.

c) *Nachführungspflicht und Zwischenabschluss*

Nach Auffassung der Übernahmekommission besteht zwischen dem Stichtag des letzten Jahres- bzw. Zwischenbericht und der Veröffentlichung des Ergebnisses eines Angebots ein besonderer Offenlegungsbedarf, weil ein unzulässiger Informationsvorsprung seitens der Zielgesellschaft und der ihr nahe stehenden Personen zu vermuten ist²⁴⁵. Daher hat der Verwaltungsrat in seinem Bericht auf wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten, die seit der letzten Veröffentlichung des Jahres- oder Zwischenberichts eingetreten sind, hinzuweisen. Sind keine solchen Änderungen eingetreten, so hat der Verwaltungsrat dies explizit in seinem Bericht zu bestätigen. Ausserdem trifft den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Nachführungspflicht. Erlangt er nach der Publikation seines Berichts Kenntnis über neue Informationen, die für die Entscheidungsfindung der Angebotsempfänger wesentlich sind, so muss er solche Informationen in Ergänzung des Berichts in derselben Form publizieren²⁴⁶. Diese Pflichten treffen nach Auffassung der Übernahmekommission auch den Anbieter, sofern er, z.B. als Folge einer Transaktionsvereinbarung, in gemeinsamer Absprache mit der Zielgesellschaft handelt²⁴⁷.

²⁴³ Empfehlungen *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, E. 6.2.2.3; *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.2.2. ZKB *Axxess Vision AG*, ZKB *Finanz Vision AG* und ZKB *Pharma Vision AG* vom 11. Oktober 2004, jeweils E. 7.2.2.2.

²⁴⁴ Vgl. Empfehlung *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.2.4.

²⁴⁵ Vgl. Empfehlung *Bucherer AG* vom 12. Oktober 2000, E. 4.1.

²⁴⁶ Vgl. Empfehlungen *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, E. 6.1.4; *Aare-Tessin AG für Elektrizität* vom 6. Juli 2004, E. 6.2.4; *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.1.2; *Pelham Investments SA* vom 1. Oktober 2004, E. 4.1.2; ZKB *Axxess Vision AG*, ZKB *Finanz Vision AG* und ZKB *Pharma Vision AG* vom 11. Oktober 2004, jeweils E. 7.1.3; *Regedo Holding AG* vom 9. Dezember 2004, E. 5.1.3; ; *Maag Holding AG* vom 20. Dezember 2004, E. 6.1.1.

²⁴⁷ Vgl. Empfehlung *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, E. 6.1.2 m.w.H. Vgl. ferner Art. 23 Abs. 2 UEV-UEK, wonach der Anbieter im Prospekt bestätigen muss, dass er von der Zielgesellschaft keine wesentlichen nicht öffentlichen Informationen über die Zielgesellschaft erhalten hat.

Darüber hinaus verlangt die Übernahmekommission, dass der Verwaltungsrat einen aktuellen Zwischenabschluss erstellt, wenn zwischen dem Bilanzstichtag des letzten publizierten Jahres- oder Zwischenabschlusses und dem *Ende der Angebotsfrist* mehr als sechs Monate vergangen sind. Der Zwischenabschluss ist als Teil des Berichts des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zu betrachten und entsprechend zu veröffentlichen²⁴⁸. Die Übernahmekommission hat sich bislang nicht dazu geäußert, ob ein solcher ausserordentlicher Zwischenabschluss geprüft werden muss. Die Frage ist zu verneinen, da hier kein strengerer Massstab gelten kann als beim ordentlichen Semester- oder gegebenenfalls Quartals-Zwischenabschluss, der auch nicht geprüft werden muss²⁴⁹. Die Erstellung eines ausserordentlichen Zwischenabschlusses kann einen erheblichen Aufwand für die Zielgesellschaft mit sich bringen. Daher dürfte die Praxis der Übernahmekommission dazu führen, dass Übernahmeangebote künftig so terminiert werden, dass die Angebotsfrist entweder noch innerhalb der Sechsmontatsfrist seit dem Bilanzstichtag des letzten Geschäftsjahres oder Geschäftshalbjahres oder aber erst nach der Veröffentlichung des nächsten ordentlichen Jahresabschlusses bzw. Halbjahresabschlusses abläuft²⁵⁰. Soweit die Zielgesellschaft ohnehin Quartalsabschlüsse publiziert, ist in zeitlicher Hinsicht eigentlich keine Konstellation denkbar, in welcher ein zusätzlicher Zwischenabschluss erforderlich würde.

2. Fairness Opinion

Unter einer Fairness Opinion versteht man den Bericht eines sachkundigen, von der Zielgesellschaft und dem Anbieter unabhängigen Dritten zuhanden des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, wonach der Angebotspreis fair, das heisst angemessen ist²⁵¹. Das Einholen einer Fairness Opinion im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten ist mittlerweile auch in der

²⁴⁸ Empfehlungen *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, E. 6.1.4; *Aare-Tessin AG für Elektrizität* vom 6. Juli 2004, E. 6.2.4; *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.1.1; *Pelham Investments SA* vom 1. Oktober 2004, E. 4.1.1; *ZKB Axxess Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Pharma Vision AG* vom 11. Oktober 2004, jeweils E. 7.1.2; *Regedo Holding AG* vom 9. Dezember 2004, E. 5.1.2; *Maag Holding AG* vom 20. Dezember 2004, E. 6.1.1.

²⁴⁹ Vgl. Art. 65 Abs. 2 KR; in Bezug auf die Regelung im Fusionsgesetz vgl. auch BSK FusG-DIEM, Art. 12 N 17 m.w.H.

²⁵⁰ Die Zielgesellschaft muss im Rahmen ihrer ordentlichen Berichterstattung mindestens den Jahresabschluss und einen Semester-Zwischenabschluss publizieren; vgl. Art. 64 f. KR.

²⁵¹ Vgl. Empfehlung *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.2.2.

Schweiz vergleichsweise häufig²⁵². Sie dient namentlich zwei Zwecken. Zum einen unterstützt sie den Verwaltungsrat in der Evaluation eines Angebots und in seiner Empfehlung an die Aktionäre. Zwar entbindet eine Fairness Opinion den Verwaltungsrat nicht von seiner Verantwortung; stellt der Verwaltungsrat jedoch auf die Fairness Opinion ab, und nimmt er eine Plausibilitätsprüfung vor, muss dies konsequenterweise für die Erfüllung seiner Sorgfaltspflicht ausreichen²⁵³. Zum anderen stellt die Fairness Opinion eine durch die Übernahmekommission anerkannte Massnahme dar, um zu vermeiden, dass sich potentielle Interessenkonflikte im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zum Nachteil der Angebotsempfänger auswirken²⁵⁴. Die Fairness Opinion wird zum Bestandteil des Berichts des Verwaltungsrates²⁵⁵. Sie ist im Bericht offen zu legen, oder es ist im Bericht zumindest anzugeben, wo die vollumfängliche Fairness Opinion bezogen werden kann²⁵⁶.

Die Fairness Opinion kann nicht durch die Prüfstelle und nur durch von der Eidgenössischen Bankenkommision anerkannte Revisionsstellen oder Effekthändler abgegeben werden, welche im konkreten Fall sowohl vom Anbieter als auch von der Zielgesellschaft unabhängig sind²⁵⁷. Nach Auffassung der Übernahmekommission kommt auch der Finanzberater der Zielgesellschaft für eine Fairness Opinion nicht in Betracht, namentlich wenn er als Folge eines vereinbarten Erfolgshonorars ein unübersehbares Eigeninteresse am Zustandekommen der Transaktion hat²⁵⁸.

²⁵² In den USA wird sie offenbar in 60% aller öffentlichen Übernahmen eingeholt; vgl. CAFRITZ/FORD JACOB, 24.

²⁵³ Vgl. ISLER, Sorgfalt, 6.

²⁵⁴ Vgl. Empfehlungen *Think Tools AG* vom 17. Mai 2002, E. 6.3; *Canon (Schweiz) AG* vom 19. April 2002, E. 5.2; *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.2.2, 6.2.4; *Pelham Investments SA* vom 1. Oktober 2004, E. 4.2.3.

²⁵⁵ Empfehlungen *Canon (Schweiz) AG* vom 19. April 2002, E. 5.2; *Think Tools AG* vom 17. Mai 2002, E. 6.3; *Compagnie Financière Michelin* vom 11. Oktober 2002, E. 4.3.

²⁵⁶ Empfehlungen *Keramik Holding AG Laufen* vom 1. November 1999, E. 6.3; *EIC Electricity SA* vom 21. August 2003, E. 9.3; *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, E. 6.2.5.

²⁵⁷ Vgl. Empfehlungen *UDT Group Ltd.* vom 15. Oktober 2002, E. 6.2; *Think Tools AG* vom 17. Mai 2002, E. 6.3; *Compagnie Financière Michelin* vom 11. Oktober 2002, E. 4.3; *Disetronic Holding AG* vom 19. März 2003, E. 7.2.1. Bei einem ausländischen Verfasser der Fairness Opinion genügt es, wenn er einer der schweizerischen gleichwertigen Aufsicht unterstellt ist; vgl. Empfehlungen *Compagnie Financière Michelin* vom 11. Oktober 2002, E. 4.3; *Disetronic Holding AG* vom 19. März 2003, E. 7.2.1.

²⁵⁸ Vgl. Empfehlung *Centerpulse AG* vom 16. April 2003, E. 6.2. worin die Übernahmekommission festhielt, dass die Aussagekraft der Fairness Opinion des Finanzberaters der Zielgesellschaft im Mindesten zu relativieren ist.

Was den Offenlegungs- und Detaillierungsgrad einer Fairness Opinion anbelangt, ist nach Auffassung der Übernahmekommission die Nennung von Bewertungsgrundlagen und -methoden in nur allgemeiner Form nicht ausreichend. Vielmehr hat die Fairness Opinion die konkret für die Meinungsbildung des Experten herangezogenen Bewertungsmethode, die getroffenen Bewertungsannahmen und die angewandten Parameter und deren Herleitung offen zu legen, soweit dadurch nicht berechnete Geheimhaltungsinteressen der Zielgesellschaft beeinträchtigt werden²⁵⁹. Das führt z.B. bei Anwendung der *Discounted Cashflow*-Methode dazu, dass die Diskontierungssätze und die zugrunde gelegten Annahmen bezüglich zukünftigen Mittelflüssen offen zu legen sind. Die Praxis hat mittlerweile zu umfangreichen Gutachten geführt, die durch ihre Urheber nicht einmal mehr als „Fairness Opinion“ betitelt werden²⁶⁰.

IX. Fazit

Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmen sind komplex und vielschichtig. Sie ergeben sich vorab aus dem Gesellschaftsrecht und dem Übernahmerecht, und es sind auch strafrechtliche Schranken und andere rechtliche Rahmenbedingungen zu beachten. In einem weiten Bereich kommt dem Verwaltungsrat ein Ermessen zu, welches er pflichtgemäss auszuüben und auf das Gesellschaftsinteresse auszurichten hat. Dies betrifft namentlich die Frage, ob ein Übernahminteressent zur Due Diligence zugelassen wird, oder Bewertungsfragen im Zusammenhang mit dem Angebotspreis. Konsequenterweise können diesbezügliche Entscheide des Verwaltungsrates nur dann zu einer Haftung führen, wenn ihm eigentlicher Ermessensmissbrauch oder grobe Ermessensfehler vorzuwerfen sind. In anderen Bereichen, namentlich im Bereich der übernahmerechtlichen Pflichten oder bei der Handhabung von Interessenkonflikten, können demgegenüber bereits einfache Fehler als Unsorgfalt angesehen werden. Aufgrund der Komplexität und Spezialität der sich stellenden Fragen ist dem Verwaltungsrat der Zielgesell-

²⁵⁹ Vgl. Empfehlungen *EIC Electricity SA* vom 21. August 2003, E. 9.3; *Aletsch AG* vom 26. Mai 2004, E. 5.2; *Clair Finanz Holding* vom 11. Juni 2004, E. 4.3.

²⁶⁰ Vgl. z.B. die „Beurteilung der Angemessenheit des Angebotspreises zu Handen des Verwaltungsrates der Aletsch AG“ der Bank Vontobel AG vom 11. Mai 2004, oder das „Gutachten zuhanden des Verwaltungsrates der Bon appétit Group AG betreffend Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots von REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH für die sich noch im Publikum befindenden Namenaktien der Bon appétit Group AG“ der Lombard Odier Darier Hentsch vom 10. September 2004.

schaft daher zu empfehlen, bereits frühzeitig spezialisierte Berater hinzuzuziehen, was erlaubt, unter Umständen sogar geboten ist.

X. Literaturverzeichnis

- BAHAR R., *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions – Une approche systématique*, Genf/Zürich/Basel 2004.
- BERNET R., *Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG)*, Bern 1998.
- BERTSCHINGER U., *Zu den börsenrechtlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen*, Art. 29 Abs. 2 BEHG, SJZ 94 (1998), 329 ff.
- BÖCKLI P., *Schweizer Aktienrecht*, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2004 (zit. Aktienrecht).
- DERS., *Ad hoc-Publizität und Insiderstrafnorm: Nach- und Feinschliff für das Informationsrecht des Kapitalmarktes*, in: BÜHLER C. (Hrsg.), *Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht*, Bern/Stuttgart/Wien 2003, 87 ff. (zit. Ad hoc-Publizität).
- BOHRER A., *Unfriendly Takeovers, Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht*, Zürich 1997.
- BÜHLER B., *Goldene Fallschirme oder silberne Brücken? – Ein Beitrag zu den Kontrollwechselklauseln*, SJZ 100 (2004), 32 ff.
- BÜHLER C.B., *Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU*, Zürich 2002.
- CAFRITZ E./FORD JACOB V., *Pre-bid Due Diligence and Fairness Opinions*, in: *Financier Worldwide Ltd.* (Hrsg.), *International M&A Review* 2004, 22 ff.
- FIELD T./SHARP G., *Break fees, An international perspective*, *Global Counsel*, Juni 2004, 39 ff.
- FORSTMOSER P./MEIER-HAYOZ A./NOBEL P., *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern 1996.
- FRAUENFELDER J., *Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG – Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext*, Zürich 2001.
- GEHRER C.L., *Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen*, Bern 2003.
- HÖHN J., *Einführung in die Rechtliche Due Diligence*, Zürich/Basel/Genf 2003.
- HONSELL H./VOGT N.P./WATTER R. (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II*, Art. 530-1186 OR, 2. Aufl., Basel/Genf/München 2002 (zit. BSK OR II-Autor),
- HONSELL H./VOGT N.P./WIEGAND W. (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I*, Art. 1-529 OR, 3. Aufl., Basel/Genf/München 2003 (zit. BSK OR I-Autor).

- HSU P., Ad-hoc-Publizität, Zürich 2000.
- HUBER F.M./HODEL P./STAUB GIEROW C., Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Zürich 2004.
- ISLER P., Letter of Intent, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004 (zit. M&A VI).
- DERS., Sorgfalt und Haftung des Verwaltungsrates, in: WEBER R. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich/Basel/Genf 2003, 1 ff. (zit. Sorgfalt).
- DERS., Break-up Fee bei Unternehmenszusammenschlüssen, in: VOGT N.P./ZOBL D. (Hrsg.), Der Allgemeine Teil und das Ganze, Liber Amicorum für Hermann Schulin, Basel/Genf/München 2002, 83 ff. (zit. Break-up Fee).
- KRNETA G., Praxiskommentar Verwaltungsrat, Bern 2001.
- KURER P., Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 159 ff.
- LÜCHINGER S., Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen – ausgewählte Aspekte, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 233 ff.
- MEIER-SCHATZ C., Besprechung des Entscheides der Regulierungskommission, SZW 67 (1995), 190 ff.
- NIGGLI M./WIPRÄCHTIGER H. (Hrsg.), Basler Kommentar, Strafgesetzbuch II – Art. 111-401 StGB, Basel/Genf/München 2003 (zit. BSK StGB II-Autor).
- NOBEL P., Schweizerisches Finanzmarktrecht, Einführung und Überblick, 2. Aufl., Bern 2004.
- PETER H., Actionnaires et OPA, in: BOHRER GAËTAN, La société anonyme dans ses rapports avec ses actionnaires, Lausanne 2001, 85 ff.
- RÖTHLISBERGER A./NÄGELI E., Defending against a Hostile Bid, in: DRUEY J./FORSTMOSER P. (Hrsg.), Schriften zum Aktienrecht, Bd. 20, Zürich 2004.
- SCHENKER U., Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 209 ff. (zit. M&A III).
- SCHLEIFFER P., No Material Adverse Change, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 53 ff.
- SIEGER J./HASSELBACH K., Break Fee-Vereinbarungen bei Unternehmenskäufen, Betriebsberater 55 (2000), 625 ff.
- STRATENWERTH G./JENNY G., Schweizerisches Strafrecht Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen, 6. Aufl., Bern 2003.

- TSCHÄNI R., Tragweite und Auswirkungen der sog. Auktionsregel bei konkurrierenden öffentlichen Übernahmeangeboten, in: VON DER CRONE H.C./FORSTMOSER P./WEBER R./ZÄCH R. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2004, 419 ff. (zit. Auktionsregel).
- DERS., Die Gruppe im Übernahmerecht – „Are we really all one“?, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004 (zit. M&A VI).
- DERS., M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003.
- DERS., Erster Bundesgerichtsentscheid zum börsengesetzlichen Übernahmerecht, Bemerkungen zu BGE 2A.394/2000 vom 2. Juli 2001, SZW 2001, 298 ff. (zit. SZW 2001).
- TSCHÄNI R./IFFLAND J., Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers and Acquisitions IV, Zürich 2002, 121 ff.
- VOGT N.P./WATTER R. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel/Genf/München 1999 (zit. BSK Kapitalmarktrecht-Autor).
- VON DER CRONE H.C., Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: TSCHÄNI R. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich 2000, 157 ff.
- WATTER R., Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahme-situationen, in: Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, 1 ff. (zit. M&A IV).
- WATTER R./DUBS D., Organverhaltens- und Organhaftungsregelungen im Börsenrecht, AJP 1998, 1308 ff.
- WATTER R./VOGT N.P./TSCHÄNI R./DAENIKER D. (Hrsg.), Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel/Genf/München 2004 (zit. BSK FusG-Autor).
- WEBER R., Praxis der SWX Swiss Exchange zur Ad-hoc-Publizität, SZW 2002, 297 ff.
- WERLEN S., Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Zürich 2001.