

Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:

Hans-Jakob Diem / Matthias Wolf

Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert

25. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions
Tagungsband 2022

EIZ  Publishing



Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert Copyright © by Hans-Jakob Diem und Matthias Wolf is licensed under a Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International, except where otherwise noted.

© 2023 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Herausgeber: Hans-Jakob Diem, Matthias Wolf – Europa Institut an der Universität Zürich

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-598-3 (Print – Softcover)

978-3-03805-599-0 (PDF)

978-3-03805-600-3 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-598>

Version: 1.01 – 20230815

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/neueste-ma-entwicklungen-von-fachleuten-kommentiert/>.

Vorwort

Am 13. September 2022 führte das Europa Institut an der Universität Zürich (EIZ) unter unserer Leitung das fünfundzwanzigste Seminar zum Thema Mergers & Acquisitions durch. Auch im vorliegenden Jubiläumsband werden sowohl private als auch öffentliche Transaktionen behandelt. Dieter Dubs und Fabienne Perlini-Frehner behandeln das Thema der unfreundlichen Übernahmen, die angesichts der aktuellen Marktbedingungen möglicherweise vor einer Renaissance stehen. Sodann wagt Hans-Jakob Diem aus Anlass des 25-jährigen Geburtstages der vorliegenden Reihe eine Rückschau auf die Entwicklungen im M&A-Bereich der letzten 25 Jahre. Mit Blick auf die Zukunft stellt Dieter Gericke neue, innovative Transaktionsformen vor, die den M&A-Alltag vielleicht schon bald mitbestimmen werden. Philippe Weber und Katalin Siklosi widmen sich dem Thema Carve-Out-Transaktionen, welche zum festen Bestandteil der M&A-Praxis geworden sind. Aus Litigation-Sicht arbeitet sodann Mariella Orielli ihre Erfahrungen zu den oft vereinbarten Schiedsgutachterverfahren auf. Alex Nikitine geht der heiklen Frage nach, wie Sanktionen und Sanktionsrisiken in M&A-Transaktionen zu adressieren sind. Schliesslich fassen Michael Maag und Sara Banelli in aller Kürze das Einmaleins der Unternehmensbewertung zusammen.

Für das gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung des vorliegenden Bandes geht unser herzlicher Dank zunächst an die Referenten und Verfasser der Beiträge. Sodann danken wir namentlich den Mitarbeitern des Europa Instituts und dort im Speziellen Frau Sue Osterwalder, ohne deren tatkräftige Unterstützung auch dieser vorliegende Band nicht zustande gekommen wären.

Zürich, im März 2023

Hans-Jakob Diem/Matthias Wolf

Inhaltsübersicht

Unfreundliche Übernahmen – ausgewählte Aspekte	9
<i>Dr. iur. DIETER DUBS, LL.M., Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich</i> <i>MLaw, FABIENNE PERLINI-FREHNER, Rechtsanwältin, LL.M., Counsel bei Bär & Karrer AG, Zürich</i>	
25 Jahre Mergers & Acquisitions	35
<i>lic. iur. HANS-JAKOB DIEM, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich</i>	
Innovative Transaktionsformen	93
<i>Dr. iur. DIETER GERICKE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger AG, Zürich</i> <i>Dr. oec. ALEXANDER COCHARDT, Junior Associate bei Homburger AG, Zürich</i>	
Carve-out-Transaktionen	125
<i>Dr. iur. PHILIPPE A. WEBER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich</i> <i>lic. iur. KATALIN SIKLOSI, Rechtsanwältin, Senior Associate, Niederer Kraft Frey AG, Zürich</i>	
Schiedsgutachten in M&A-Transaktionen: Wundermittel oder notwendiges Übel?	167
<i>lic. iur. MARIELLA ORELLI, Rechtsanwältin, LL.M., Partnerin bei Homburger AG, Zürich</i>	
Die „Russland-Sanktionen“ im Kontext von M&A-Transaktionen	185
<i>Dr. iur. ALEX NIKITINE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Walder Wyss AG, Zürich</i> <i>MLaw, VALENTIN WIESNER, Rechtsanwalt, LL.M., Walder Wyss AG, Zürich</i>	
Unternehmensbewertung in der Praxis	207
<i>lic. oec. MICHAEL MAAG, Managing Director, Head of Investment Banking Switzerland, Morgan Stanley, Zürich</i> <i>SARA BANELLI, M.A., Executive Director, Investment Banking, Morgan Stanley, Zürich</i>	

Unfreundliche Übernahmen – ausgewählte Aspekte

Dieter Dubs/Fabienne Perlini-Frehner

Inhalt

I.	Einleitung.....	10
1.	Abgrenzung freundliche/unfreundliche Übernahmen.....	10
2.	Entscheidungskriterien für Vorgehensweise („abgestimmt“ oder „unfreundlich“).....	10
II.	Kontrollausübungshindernisse	12
1.	Ausgangslage.....	12
2.	Knackpunkt Generalversammlung.....	13
III.	Abwehrmassnahmen	15
1.	Grundlagen.....	15
a)	Definition.....	15
b)	Anzeigepflicht gegenüber der Übernahmekommission	16
c)	Offenlegungs-/Informationspflicht gegenüber den Angebotsempfängern.....	17
2.	Gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen	18
a)	Zweck und Reichweite der Beschränkung.....	18
b)	Vorbehalt von Generalversammlungsbeschlüssen	20
c)	Vorabbeschlüsse im Besonderen	21
3.	Unzulässige Abwehrmassnahmen	23
a)	Reichweite der Kompetenz der Übernahmekommission.....	23
b)	Zeitlicher Anwendungsbereich	24
c)	Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts.....	25
d)	Kasuistik.....	27
IV.	Bewertung illiquider Aktien	28
1.	Grundlagen.....	28
2.	Problematik bei unfreundlichen Übernahmen und möglicher Lösungsansatz	29
	Literaturverzeichnis.....	32

I. Einleitung

1. Abgrenzung freundliche/unfreundliche Übernahmen

Ob eine Übernahme als freundlich oder unfreundlich¹ qualifiziert, hängt in der Regel davon ab, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Aktionären² das Angebot zur Annahme empfiehlt oder nicht. Gemäss Art. 30 Abs. 3 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1) kann der Verwaltungsrat in seinem Bericht empfehlen, das Angebot anzunehmen oder es zurückzuweisen (resp. die Aktien nicht anzudienen und im Rahmen des Angebots zu verkaufen), oder er kann eine neutrale Position einnehmen und lediglich die Vor- und Nachteile des Angebots darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben. Im Falle einer negativen Annahmeermpfehlung wird der Begriff „unfreundliche Übernahme“ verwendet.

Als nicht abgestimmt und unfreundlich eingeleitet gilt ein Angebot zudem, wenn die Anbieterin die Voranmeldung, bzw. wenn keine solche publiziert wird, den Angebotsprospekt veröffentlicht, ohne dass die Veröffentlichung mit der Zielgesellschaft abgesprochen wurde. Informiert die Anbieterin den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vorgängig mittels eines sog. Letter of Interest über ihr Interesse an einer potenziellen Übernahme, so ist ausschlaggebend, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft der Anbieterin im Rahmen des Vorprozesses gestützt auf den (allenfalls nachgebesserten) indikativen Angebotspreis Zugang zu einer Due Diligence gewährt. Ist dies der Fall, kommt es in aller Regel zu einer freundlichen Übernahme (selbst wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den ersten indikativen Preis ablehnt). Gewährt der Verwaltungsrat keinen Zugang zu einer Due Diligence und veröffentlicht die Anbieterin im Anschluss nichtsdestotrotz eine Voranmeldung bzw. einen Angebotsprospekt, handelt es sich um eine unfreundliche Übernahme.

2. Entscheidungskriterien für Vorgehensweise („abgestimmt“ oder „unfreundlich“)

Ist eine potenzielle Anbieterin an der Übernahme einer konkreten Zielgesellschaft interessiert, so stellt sich relativ früh in der Planungsphase das Thema, welche Vorgehensweise für eine erfolgreiche Übernahme am besten geeignet ist. Für die Wahl der Vorgehensweise können verschiedene Aspekte eine

¹ Zum Teil wird auch der Begriff „feindliche“ Übernahme verwendet.

² Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird nachfolgend entweder die männliche oder die weibliche Form verwendet, wobei Personen anderen Geschlechts jeweils mitumfasst sind.

Rolle spielen und relevant sein. Zu den relevanten Entscheidungskriterien gehören regelmässig in den Statuten verankerte Kontrollausübungshindernisse wie eine Prozentvinkulierung (gemäss Art. 685d Abs. 1 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220)) oder eine Stimmrechtsbeschränkung (im Sinne des Art. 692 Abs. 2 OR). Je nach der entsprechenden Ausgestaltung der Statuten können solche statutarischen Kontrollausübungshindernisse dazu führen, dass aufgrund der damit einhergehenden Verhandlungsmacht des Verwaltungsrates nur ein abgestimmtes Vorgehen in Frage kommt (siehe unten, II.). Dasselbe gilt grundsätzlich auch für sog. Vorabbeschlüsse der Generalversammlung im Sinne von Art. 132 Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG, SR 958.1; siehe dazu im Detail unten, III.2.c)).

Des Weiteren kann die Aktionärsstruktur ein ausschlaggebendes Entscheidungskriterium darstellen, insbesondere wenn es einen Grossaktionär gibt, auf dessen Unterstützung resp. Andienung die potenzielle Anbieterin insofern angewiesen ist, als dieser Aktionär infolge seiner Beteiligung eine vollständige Übernahme (durch einen squeeze-out) verhindern kann. In einem solchen Fall stellt sich immer vor allem das Thema, mit wem die Anbieterin zuerst in Kontakt treten soll – mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft oder dem Grossaktionär. Findet der Erstkontakt mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft statt, so wird dieser versuchen den Prozess zu bestimmen und darauf hinwirken, dass ein Non-Disclosure Agreement (NDA) abgeschlossen wird mit einer Standstill-Klausel und einem Verbot, ohne ausdrückliche Zustimmung des Verwaltungsrates mit (Gross-)Aktionären in Kontakt zu treten. Ab einer gewissen Beteiligungsgrösse (+/- 25% der Stimmrechte) entscheidet jedoch der Grossaktionär über den Erfolg eines potenziellen Übernahmeangebots und die Anbieterin wird zuerst diesen kontaktieren und erst in einem zweiten Schritt – sofern sie sich mit dem Grossaktionär einigen konnte – auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zugehen. Denn ein Grossaktionär mit einer solch erheblichen Beteiligung ist in der Regel auch in der (faktischen und rechtlichen) Lage, erheblichen Druck auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auszuüben (sollte er ein Angebot mit einem bestimmten indikativen Angebotspreis aus seiner Sicht als attraktiv beurteilen).

Weitere relevante Entscheidungskriterien können das Bestehen einer statutarischen Opting-out Klausel, die Zusammensetzung des Verwaltungsrates, der aktuelle Geschäftsgang der Zielgesellschaft (auch im Vergleich zu den Peers) oder die Illiquidität der Aktie der Zielgesellschaft im Sinne des Übernahmerechts sein.

II. Kontrollausübungshindernisse

I. Ausgangslage

In der Schweiz sind Vinkulierungsbestimmungen und Stimmrechtsbeschränkungen bei Publikumsgesellschaften nach wie vor relativ weit verbreitet. In den letzten Jahren ist der Druck des Kapitalmarktes in Richtung Abschaffung solcher Statutenbestimmungen jedoch gewachsen. Auch wenn vor dem Hintergrund des von Kapitalmarktteilnehmern hoch gehaltenen Grundsatzes „one share one vote“ verpönt, können solche Statutenbestimmungen der Zielgesellschaft in einem Übernahmeszenario erhebliche preisliche Vorteile für die Aktionäre der Zielgesellschaft bewirken.³

Die Anbieterin muss im Falle einer statutarischen Vinkulierung und/oder Stimmrechtsbeschränkung die Aufhebung der entsprechenden Statutenbestimmung(en) regelmässig zu einer Angebotsbedingung erheben, damit sie das Stimmrecht an sämtlichen erworbenen bzw. zu erwerbenden Aktien der Zielgesellschaft (nach dem Vollzug des Angebots) ausüben kann. Gemäss ständiger Praxis der Übernahmekommission sind derartige Bedingungen bis zum Vollzug des Angebots, längstens jedoch bis zur nächsten (ausserordentlichen) Generalversammlung der Zielgesellschaft, zulässig, und zwar sowohl im Falle eines freiwilligen als auch im Falle eines Pflichtangebots.⁴ Aus übernahmerechtlicher Sicht sind solche Angebotsbedingungen also nicht weiter problematisch – das Problem liegt vielmehr darin, dass die Anbieterin nicht nur gezwungen wird, die für die Aufhebung der entsprechenden Statutenbestimmung(en) erforderliche Generalversammlung irgendwie in das Übernahmeverfahren einzugliedern⁵, sondern auch – und zwar im Falle eines unabgestimmten Angebots – den Proxy Fight über die entsprechenden Statutenänderungen „gewinnen“ muss.

³ Dubs, 43.

⁴ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 13, N 81; statt vieler Verfügung 630/01 der Übernahmekommission i.S. gategroup Holding AG vom 19. Mai 2016, E. 6.6; umgekehrt ist es auch zulässig, die Nichteinführung einer Vinkulierungsklausel oder Stimmrechtsbeschränkung als Angebotsbedingung vorzusehen (vgl. Verfügung 624/01 der Übernahmekommission i.S. Syngenta AG vom 2. Februar 2016, E. 3.4; Empfehlung 0243/01 der Übernahmekommission i.S. Leica Geosystems Holdings AG vom 22. Juni 2005, E. 3.4).

⁵ Dubs, 43.

2. Knackpunkt Generalversammlung

Für die Anbieterin stellt sich die Frage, wie die für die Aufhebung oder Änderung der statutarischen Vinkulierungsklausel und/oder Stimmrechtsbeschränkung erforderliche Generalversammlung einberufen bzw. ein entsprechender Verhandlungsgegenstand traktandiert werden kann. Verfügt die Anbieterin bereits vor Lancierung des Angebots über eine grössere Beteiligung an der Zielgesellschaft, so kann sie gegebenenfalls gestützt auf Art. 699 Abs. 3 Ziff. 1 OR die Einberufung einer Generalversammlung verlangen oder den Zeitplan der Übernahme so auf die ordentliche Generalversammlung abstimmen, dass sie an dieser die Traktandierung eines entsprechenden Verhandlungsgegenstandes verlangen kann (Art. 699b Abs. 1 Ziff. 1 OR). Ein solches Vorgehen setzt jedoch eine erhöhte Risikobereitschaft der Anbieterin voraus, da sie ohne Kenntnis über das Zustandekommen des Angebotes in die Zielgesellschaft investieren muss, unterwirft die Anbieterin vor allem aber je nach dem zusätzlich auch zeitlichen Einschränkungen.⁶

Ist die Anbieterin nicht (oder nur mit einer kleinen Beteiligung) an der Zielgesellschaft beteiligt, stellt sich die Frage, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verpflichtet ist bzw. gezwungen werden kann, eine Generalversammlung einzuberufen oder die Änderung der Statuten an der nächsten Generalversammlung zu traktandieren. Eine solche Pflicht kann allenfalls aus der Treuepflicht des Verwaltungsrates im Kontext eines öffentlichen Übernahmeangebots⁷ oder der Pflicht zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses abgeleitet werden. Handelt es sich aber um ein nicht abgestimmtes Angebot – sei es, weil nach der Beurteilung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft der Angebotspreis in finanzieller Hinsicht nicht fair und angemessen ist oder das Angebot aus anderen Gründen nicht im Interesse der Gesellschaft ist – muss nach der hier vertretenen Auffassung der Verwaltungsrat nicht „freiwillig“ eine Generalversammlung einberufen resp. das Traktandum „Statutenänderung“ aufnehmen, damit die entsprechende Angebotsbedingung in Erfüllung gehen kann (auch wenn damit der Verwaltungsrat von vornherein nicht die Grundlage bereit stellt, dass die Aktionäre über die Annahme des Angebots „frei“ entscheiden können).

Unabhängig davon, wie die für die Abschaffung der relevanten Statutenbestimmung(en) erforderliche Generalversammlung einberufen wird, ist die Vorverlagerung des Entscheids über das Zustandekommen des Angebots – an-

⁶ Dubs, 43.

⁷ So im Zusammenhang mit Abwehrbeschlüssen Bertschinger, 331, mit der Begründung, dass den Aktionären anlässlich eines Übernahmeangebots ein Diskussionsforum und eine Beschlussmöglichkeit geboten werden soll.

stelle der Annahmeentscheidung aller Aktionäre als Angebotsempfänger entscheidet vorweg die Generalversammlung – rechtlich relevant. Denn diese Vorverlagerung führt zu einer erheblichen Steigerung der Einflussmöglichkeiten des Verwaltungsrates und erhöht die Gefahr von Abwehrbeschlüssen und von sog. Proxy Fights. Das Beschlussfassungsergebnis bzw. das Risiko eines Proxy Fights kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft über die Führung des Aktienbuches zu einem gewissen Grad beeinflussen – insbesondere weil sich das Aktionariat nach Veröffentlichung eines Übernahmeangebots jeweils stark verändert (und sich die „neu eintretenden“ Aktionäre eventuell gar nicht oder zu spät (Stichtag) im Aktienbuch eintragen lassen).⁸ Eine gewisse „Stimmenkontrolle“ durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann auch durch die Anwendung einer Gruppen-Stimmrechtsbeschränkung erfolgen.

Vor dem Hintergrund dieser nicht zu unterschätzenden Verhandlungsmacht des Verwaltungsrates drängt sich bei Zielgesellschaften mit einer bestehenden Vinkulierungsklausel und/oder Stimmrechtsbeschränkung in der Praxis regelmässig ein abgestimmtes Vorgehen auf. Die Anbieterin wird versuchen, vor Veröffentlichung eines Übernahmeangebotes eine Einigung mit der Zielgesellschaft über die Übernahme zu finden, dies v.a. auch zwecks Beseitigung der statutarischen Kontrollausübungshindernisse, wobei der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Einigung in der Regel vom Angebotspreis abhängig machen wird.⁹

Aus Sicht des Verwaltungsrates kann eine Vinkulierungsklausel oder Stimmrechtsbeschränkung im Übernahmekontext also durchaus Vorteile bringen. Je nach Ausgestaltung ist eine solche Bestimmung auch aus Corporate Governance Sicht unproblematisch. Als Beispiel sei eine Stimmrechtsbeschränkung bei 15% oder 20% genannt. Selbst mit einer entsprechenden statutarischen Regelung wird ein Aktionär mit einer solchen oder höheren Beteiligung an einer Publikumsgesellschaft die Generalversammlung in aller Regel massgeblich beeinflussen (wenn nicht sogar beherrschen), weshalb das Prinzip „one share one vote“ weitgehend verwirklicht wird.

⁸ Siehe zum Ganzen Dubs, 43.

⁹ Dubs, 43.

III. Abwehrmassnahmen

I. Grundlagen

a) *Definition*

Gemäss gefestigter Praxis der Übernahmekommission gelten als Abwehrmassnahmen „alle Handlungen der zuständigen Organe, die bei objektiver Betrachtungsweise geeignet sind, eine unerwünschte Übernahme zu erschweren oder zu verhindern“¹⁰. Eine subjektive Verteidigungsabsicht ist nicht erforderlich, d.h. es ist unerheblich, ob die Zielgesellschaft eine Massnahme zwecks Abwehr einsetzt oder nicht.¹¹ Ebenso wenig relevant sind im Grundsatz der Umfang und die Auswirkungen einer Massnahme.¹² Diesbezüglich hat die Übernahmekommission in einer Empfehlung allerdings festgehalten, dass die Information über die geschäftliche und finanzielle Entwicklung anlässlich einer Medien- und Analystenkonferenz nicht als Abwehrmassnahme einzustufen sei, da sie „nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot [stehe] und [...] nicht die erforderliche Intensität [erreiche], um sie als das Angebot erschwerend erscheinen zu lassen“¹³. Entsprechend scheinen Massnahmen, denen eigentlicher De-minimis Charakter zukommt, von vornherein nicht als Abwehrmassnahmen zu qualifizieren.¹⁴

Unterschieden wird zwischen zulässigen, unzulässigen, gesetzmässigen und gesetzwidrigen Abwehrmassnahmen (siehe dazu unten, III.2. und 3.). Letztere sind in Art. 36 UEV i.V.m. Art. 132 Abs. 2 FinfraG geregelt, die unzulässigen Abwehrmassnahmen in Art. 37 UEV i.V.m. Art. 132 Abs. 3 FinfraG.

¹⁰ Statt vieler Verfügung 730/01 der Übernahmekommission i.S. Alpiq Holding AG vom 28. Mai 2019, Rz. 57.

¹¹ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Sulzer AG vom 29. März 2001, E. 2.1 und 2.2; Schenker, 604; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 6, m.w.H.; BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 10b.

¹² Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Sulzer AG vom 29. März 2001, E. 2.1 und 2.2; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 6, m.w.H.

¹³ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.2.6.

¹⁴ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 6.

b) *Anzeigepflicht gegenüber der Übernahmekommission*

Gemäss Art. 35 UEV muss die Zielgesellschaft der Übernahmekommission ab Veröffentlichung des Angebotes jede Abwehrmassnahme, welche sie einzusetzen gedenkt, im Voraus anzeigen. Die Anzeigepflicht erstreckt sich auf sämtliche Abwehrmassnahmen, d.h. sowohl zulässige, unzulässig, gesetzeswidrige als auch offensichtlich gesetzmässige Abwehrmassnahmen müssen der Übernahmekommission angezeigt werden.¹⁵ Die Anzeigepflicht soll der Übernahmekommission ermöglichen zu beurteilen, ob eine geplante Abwehrmassnahme zulässig bzw. gesetzmässig ist, und, falls nicht, rechtzeitig eingzugreifen, bevor die Massnahme Wirkung entfaltet.¹⁶

Gemäss dem Wortlaut müssen nur Abwehrmassnahmen angezeigt werden, welche die Zielgesellschaft einzusetzen gedenkt. Im Einzelfall kann die Beurteilung, ob der Wille der Gesellschaft zur Einsetzung einer Abwehrmassnahme genügend konkret ist, um die Anzeigepflicht auszulösen, schwierig sein. U.E. dürfte die Planung und Erarbeitung von Massnahmen und Handlungsalternativen die Anzeigepflicht nicht auslösen, sondern erst ein Beschluss des Verwaltungsrates, eine bestimmte Abwehrmassnahme einzusetzen.¹⁷ In Bezug auf statutarische Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungen stellt sich die Frage, ob das Bestehen solcher Bestimmungen allein bereits eine Anzeigepflicht auslöst¹⁸ oder erst ein konkreter Beschluss des Verwaltungsrates, die Nichteintragung oder Beschränkung der Stimmrechte des Anbieters in Erwägung zu ziehen.¹⁹ U.E. muss vor dem Hintergrund des Zwecks der Anzeigepflicht – nämlich der Möglichkeit eines rechtzeitigen Eingreifens seitens der Übernahmekommission – letzteres gelten, denn die Übernahmekommission hat gar keine Möglichkeit, gegen eine Statutenbestimmung als solche vorzugehen. Zudem sind die Statuten von kotierten Gesellschaften ohnehin öffentlich zugänglich.

¹⁵ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.1.2; Empfehlung I i.S. SIG Holding AG vom 26. Oktober 2006, E. 5.4.1 und E. 5.4.3.

¹⁶ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 3.

¹⁷ So auch Schenker, 605 f.; Böckli, § 7 N 179 und 217a; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 8.

¹⁸ Statutarische Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungen wurden in der Vergangenheit von Verwaltungsräten im Verwaltungsratsbericht unter dem Titel der Abwehrmassnahmen aufgeführt (siehe Empfehlung XII i.S. SIG Holding AG vom 16. Februar 2017, E. 1.2.3.3).

¹⁹ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 9.

Was den zeitlichen Geltungsbereich der Anzeigepflicht betrifft, wird in der Übernahmeverordnung nur deren Beginn geregelt, nicht jedoch wann die Anzeigepflicht endet. Die Anzeigepflicht beginnt im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebots, d.h. der Veröffentlichung der Voranmeldung, bzw. wenn keine solche publiziert wird, des Angebotsprospekts. Diesbezüglich ist jedoch zu beachten, dass auch die Durchführung bzw. der Vollzug von Abwehrmassnahmen der Anzeigepflicht unterliegt.²⁰ Entsprechend sind der Übernahmekommission auch Abwehrmassnahmen anzuzeigen, welche bereits vor der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts beschlossen worden sind.

In Bezug auf das Ende der Anzeigepflicht ist u.E. eine Anwendung derselben bis zum Vollzug sinnvoll. Zwar wird die Zielgesellschaft im Falle des Zustandekommens des Angebots – welches gemäss Art. 13 Abs. 5 UEV in der Regel spätestens in der definitiven Meldung des Zwischenergebnisses kommuniziert werden muss – kaum noch Abwehrmassnahmen beschliessen oder durchführen. Vor dem Hintergrund allfälliger bis zum Vollzug geltender Angebotsbedingungen und der Tatsache, dass die Anbieterin Massnahmen der Zielgesellschaft bis zum Vollzug weder in Erfahrung bringen noch unterbinden kann, scheint eine Anwendung der Anzeigepflicht bis zum Vollzug jedoch gerechtfertigt.²¹

c) Offenlegungs-/Informationspflicht gegenüber den Angebotsempfängern

Gemäss Art. 31 UEV gibt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht „gegebenenfalls an, welche Abwehrmassnahmen die Zielgesellschaft zu ergreifen beabsichtigt oder bereits ergriffen hat, und erwähnt die Beschlüsse der Generalversammlung, welche in Anwendung von Artikel 132 Absatz 2 FinfraG gefasst wurden“. Während die Anzeigepflicht gemäss Art. 35 UEV die verfahrensmässige Involvierung der Übernahmekommission zwecks Gewährleistung der Aufsicht regelt, dient diese Bestimmung der Transparenz gegenüber den Angebotsempfängern und soll diesen ermöglichen, sich ein Bild über die Erfolgchancen des Angebots zu machen.²²

²⁰ Empfehlung I der Übernahmekommission i.S. SIG Holding AG vom 26. Oktober 2006, E. 5.4.2; Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.2.1.

²¹ Für eine Anwendung der Anzeigepflicht bis mindestens zur Publikation des definitiven Endergebnisses Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 12, welche aber auch eine Anzeigepflicht bis zum Vollzug als gerechtfertigt erachten.

²² Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 31, N 6 ff.

Aufgrund der sehr weiten Auslegung des Begriffs „Abwehrmassnahme“ durch die Übernahmekommission und der Irrelevanz einer subjektiven Abwehrabsicht kann nicht ausgeschlossen werden, dass im Bericht des Verwaltungsrates Massnahmen selbst im Fall eines freundlichen Angebots als „Abwehrmassnahmen“ aufgeführt werden müssen. Tschäni/Iffland/Diem weisen zurecht darauf hin, dass dies insbesondere dann paradox erscheint, wenn es sich um mit der Anbieterin abgestimmte Massnahmen handelt.²³

2. Gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen

a) *Zweck und Reichweite der Beschränkung*

Art. 132 Abs. 2 FinfraG untersagt dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses²⁴ Rechtsgeschäfte zu beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde. Dabei wird nicht unterschieden, ob es sich um ein freundliches oder unfreundliches Angebot handelt.²⁵ In Art. 36 UEV wird die Generalklausel konkretisiert; gemäss Abs. 1 umfasst der Aktiv- und Passivbestand der Zielgesellschaft auch Ausserbilanzpositionen und Abs. 2 enthält eine nicht abschliessende Aufzählung gesetzeswidriger Massnahmen. Nach Sinn und Zweck der Regelung betrachtet die Übernahmekommission Transaktionen der Zielgesellschaft im laufenden Geschäftsgang, soweit sich diese im üblichen Rahmen bewegen, nicht als gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen.²⁶

Mit der Regelung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG i.V.m. Art. 36 UEV soll der Einfluss von Interessenkonflikten ausgeschaltet werden, und zwar sowohl von Konflikten zwischen persönlichen Interessen der Verwaltungsräte und denjenigen der Aktionäre als auch zwischen dem vom Verwaltungsrat zu verfolgenden

²³ BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 10c.

²⁴ Gemäss überwiegender Lehre und Praxis greift die Beschränkung von Art. 132 Abs. 2 des Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturen-Gesetz, FinfraG, SR 958.1) ab Veröffentlichung der Voranmeldung, bzw. wenn keine solche publiziert wird, des Angebotsprospekts (sog. Stichtagsprinzip; siehe z.B. Verfügung 638/03 der Übernahmekommission i.S. Charles Vögele Holding AG vom 18. Oktober 2016, E. 8.3.2; zudem statt vieler Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 30 ff.). In Bezug auf das Ende der Kompetenzbeschränkung ist unklar, ob diese bis zur Publikation des Zwischenergebnisses oder des (definitiven) Endergebnisses gilt (siehe zu den verschiedenen Lehrmeinungen Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 34, sowie Moser, 221 ff.).

²⁵ BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 15.

²⁶ Verfügung 648/02 der Übernahmekommission i.S. Pax Anlage AG vom 9. März 2017, E. 10.2.

Gesellschaftsinteresse und kurzfristigen Aktionärsinteressen.²⁷ Ganz generell „soll verhindert werden, dass der Verwaltungsrat den Ausgang des Übernahmeangebots präjudiziert und dadurch den Aktionären verunmöglicht, selbst in vollem Umfang über das Zustandekommen oder das Scheitern des Angebots zu entscheiden“²⁸. Entsprechend diesem Zweck vermag selbst die Zustimmung des Anbieters die Handlungsbeschränkung (zumindest grundsätzlich) nicht aufzuheben.²⁹

Der Zweck von Art. 132 Abs. 2 FinfraG verlangt zudem, dass die Beschränkung auch für die Geschäftsleitung oder Dritte gelten muss, welche Abwehrmassnahmen gestützt auf eine Kompetenzdelegation des Verwaltungsrates wahrnehmen.³⁰ Schliesslich ergibt sich sowohl aus dem Zweck der Bestimmung als auch aus Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV³¹, dass Adressatin der Bestimmung nicht nur die Zielgesellschaft als Gesellschaft im technischen Sinn sein kann, sondern auch Handlungen ihrer Tochtergesellschaften erfasst sein müssen³², selbst wenn diese im Ausland inkorporiert sein sollten. Dieser sachliche und örtliche Anwendungsbereich der Norm wird von ihrem Regelungszweck zwingend verlangt. Internationalprivatrechtlich handelt es sich um eine IPR-Sachnorm.

Entgegen dem Wortlaut geht es gemäss Praxis der Übernahmekommission bei Art. 132 Abs. 2 FinfraG nicht bloss um den Beschluss von Rechtsgeschäften durch den Verwaltungsrat, sondern jegliches Exekutivverhalten und somit grundsätzlich auch die Durchführung und der Vollzug von Beschlüssen, welche der Verwaltungsrat vor Veröffentlichung des Angebots gefasst hat, sind von der Beschränkung umfasst.³³ Eine Abweichung von diesem Grundsatz kann gemäss der Praxis der Übernahmekommission nur bei Vorliegen ausserordentlicher Umstände gerechtfertigt sein.³⁴ So z.B. wenn bereits ein verbindlicher Vertrag abgeschlossen wurde oder die Rechtshandlungen nach aussen

²⁷ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 10, m.w.H.

²⁸ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.1.1.

²⁹ Empfehlung XIV i.S. SIG Holding AG vom 5. März 2007, E. 1.2.4.

³⁰ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 17.

³¹ Abgestellt wird auf den konsolidierten Jahres- oder Zwischenabschluss.

³² Frauenfelder, 122 f.; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 18.

³³ So die Übernahmekommission erstmals in Empfehlung 0243/01 i.S. Leica Geosystems Holdings AG vom 22. Juni 2005, E. 2.5, m.w.H.

³⁴ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 14.

einen solchen Grad an Konkretisierung bzw. rechtlicher Bindung erreicht haben, dass ein Abbruch zu einer Schadenersatzpflicht Seitens der Zielgesellschaft oder einem Reputationsschaden führen würde.³⁵

b) *Vorbehalt von Generalversammlungsbeschlüssen*

Beschlüsse der Generalversammlung sind gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG explizit von dieser Beschränkung ausgenommen und dürfen ausgeführt werden, und zwar unabhängig davon, ob sie vor oder nach Veröffentlichung des Angebots gefasst wurden. In Anwendung dieser Regel erklärt Art. 36 Abs. 2 UEV nur solche Geschäfte für gesetzeswidrig, welche „ausserhalb eines Beschlusses der Generalversammlung“ vorgenommen werden. Gemäss einhelliger Lehre und Praxis dürfen mit Genehmigung der Generalversammlung selbst Massnahmen, welche aufgrund der aktienrechtlichen Kompetenzzuteilung ausserhalb der Beschlusskompetenz der Generalversammlung liegen, beschlossen und ausgeführt werden.³⁶ Damit wird die Handlungsfähigkeit der Zielgesellschaft während der zeitlichen Geltungsdauer der Beschränkungen für den Verwaltungsrat sichergestellt.

Umstritten ist in der Lehre jedoch, ob es sich bei Art. 132 Abs. 2 FinfraG um eine Kompetenzverschiebung zugunsten der Generalversammlung oder um ein zusätzliches übernahmerechtliches Genehmigungserfordernis der Generalversammlung für Beschlüsse des Verwaltungsrates handelt.³⁷ U.E. ist der Mehrheit der Lehre zu folgen, welche von einer Kompetenzverschiebung zugunsten der Generalversammlung ausgeht und sich u.a. auf die Botschaft zum Börsengesetz stützt, gemäss welcher „die Abwehrmassnahmen in der Regel durch die Generalversammlung beschlossen werden müssen, selbst dann, wenn der Verwaltungsrat grundsätzlich hierfür, auf der Grundlage des Aktienrechts, entscheidungsbefugt wäre“^{38 39}.

³⁵ Siehe Empfehlung der Übernahmekommission i.S. Sarna Kunststoff Holding AG vom 26. September 2005, E. 6.4; Empfehlung 0243/01 der Übernahmekommission i.S. Leica Geosystems Holdings AG vom 22. Juni 2005, E. 2.5.

³⁶ BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 16; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 21; Böckli, § 7 N 195; Schenker, 619.

³⁷ Ausführlich dazu Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 22 ff.

³⁸ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I, 1369 ff., 1415.

³⁹ So z.B. BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 15; Schenker, 619; Watter/Dubs, 1319; Peter/Blaas/Roos, 185; Moser, 152; von der Crone, Aktienrecht, § 16 N 126, geht von einer Kompetenzerweiterung aus; a.M. Böckli, § 7 N 190 ff.; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 26.