

Sonderdruck aus:

EUROPA INSTITUT ZÜRICH Band 38

Mergers & Acquisitions IV

Herausgeber: Rudolf Tschäni

ROLF WATTER

Pflichten und
Handlungsmöglichkeiten
des Verwaltungsrates
in Übernahmesituationen

Schulthess § Zürich 2002

Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen

von

ROLF WATTER*

Inhalt

- I. Einleitung
- II. Allgemeine Pflichten des Verwaltungsrates
 1. Pflicht, die Aktionäre gleich zu behandeln
 2. Pflicht, das Gesellschaftsinteresse oder die Interessen anderer „Stakeholders“ zu berücksichtigen?
 3. Pflicht, eine Auktion zu veranstalten oder generell den Angebotspreis zu maximieren, Lock-ups?
- III. Die Situation bei Publikumsgesellschaften
 1. Allgemeines zu den anwendbaren Rechtsnormen
 2. Berichterstattungspflicht
 - a) Allgemeines
 - b) Rechtsfolgen eines falschen oder unvollständigen Berichtes
 3. Beschränkung von Abwehrmassnahmen
- IV. Die Situation bei der nicht kotierten Gesellschaft
 1. Allgemeines
 2. Verhaltensvorschriften für den Verwaltungsrat

* Ein ähnlicher Artikel ist erschienen in: Mergers & Acquisitions IV des Europa Instituts Zürich (Hrsg. TSCHÄNI), Zürich 2002. Seit der Fertigstellung des Manuskriptes sind folgende Werke erschienen, die im vorliegenden Zusammenhang von Interesse sind, ohne aber an den gemachten Aussagen etwas zu ändern: FRAUENFELDER, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Diss. ZH 2001 (– SSHWR, Bd. 211), speziell S. 41 ff.; WERLEN, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. ZH 2001, speziell S. 111 ff.

I. Einleitung

Im vorliegenden Beitrag werden die *Pflichten* analysiert, die den Verwaltungsrat einer Schweizer Gesellschaft betreffen, deren Aktien Gegenstand einer Offerte eines Dritten werden – gleichzeitig sollen dabei die *Handlungsalternativen* erläutert werden, die dem Verwaltungsrat aus juristischer Sicht offen stehen:

Wichtig ist vorab die Erkenntnis, dass sich ein Übernahmeangebot *rechtstechnisch* an die Anteilseigner – also die Aktionäre – richtet und der Jurist damit versucht ist anzunehmen, der Verwaltungsrat der betroffenen Gesellschaft habe in einer solchen Situation gar keine Funktion zu erfüllen, handle es sich doch um eine (beabsichtigte) Rechtsbeziehung zwischen dem Übernahmeinteressenten und den Aktionären, konkret um eine Kaufofferte des Ersteren, die der einzelne Aktionär annehmen oder ablehnen kann, ohne dass die Zielgesellschaft und deren Verwaltungsrat involviert wären.

Diese strikt juristische Betrachtungsweise hat mit der Realität allerdings wenig gemeinsam. *Praktisch* wird ein Übernahmeinteressent immer versuchen, den *Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf seine Seite zu bringen*, was teilweise aus gesellschaftsrechtlichen Gründen nötig ist, etwa dann, wenn die Statuten der Zielgesellschaft eine Vinkulierungsklausel aufweisen und dem Verwaltungsrat bei der Eintragung ein Ermessen einräumen. Aber selbst wenn keine solchen Hürden zu überwinden sind, wird ein Übernahmeinteressent in aller Regel zuerst den Verwaltungsrat angehen, dies vor allem deshalb, weil dieser den *Kreis der Aktionäre am besten kennt* und der Übernehmer damit rechnen kann, dass ein seiner Offerte positiv gegenüberstehender Verwaltungsrat eher in der Lage ist, sämtliche Aktionäre zu bewegen, diese anzunehmen. Denkbar ist auch, dass der Übernahmeinteressent die Aktionäre gar nicht kennt und diese überhaupt *nur über den Verwaltungsrat kontaktieren* kann.

In der Folge sollen die rechtlichen „*Rahmenbedingungen*“ untersucht werden, die das Verhalten des Verwaltungsrates in solchen Konstellationen bestimmen. Dabei werden zunächst (vgl. Teil II.) allgemeine Pflichten aufgezeigt, die in einer Übernahmesituation bestehen; sodann (Teil III.) wird die Lage bei der Publikumsgesellschaft analysiert, da für Verwaltungsräte von kotierten Gesellschaften seit Einführung des Börsengesetzes detaillierte Regeln bestehen; schliesslich soll untersucht werden (Teil IV.), inwieweit die Regeln für kotierte Gesellschaften analog auf nicht kotierte Gesellschaften anzuwenden sind.

II. Allgemeine Pflichten des Verwaltungsrates

1. Pflicht, die Aktionäre gleich zu behandeln

Art. 717 II OR bestimmt, dass der Verwaltungsrat *Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln* hat. In Übernahmesituationen bedeutet diese

Pflicht, dass der Verwaltungsrat seine gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten (z.B. den schriftlichen Übernahmeprospekt an alle Aktionäre weiterzuleiten oder einen Erwerber ins Aktienbuch einzutragen, obwohl die Statuten eine Vinkulierungsklausel, die dem Verwaltungsrat aber ein Ermessen einräumt, enthalten) nur dann ausnützen darf, wenn das Angebot die Aktionäre gleich behandelt.¹

Allerdings gilt das Gleichbehandlungsgebot nur, falls sich Aktionäre in der gleichen Lage befinden. So war schon vor Inkrafttreten des Börsengesetzes unbestritten, dass einem Mehrheitsaktionär eine *Kontrollprämie* bezahlt werden darf. Das Börsengesetz statuiert nun eine Regel, wie gross diese Prämie bei kotierten Gesellschaften sein darf (25% „von oben“, d.h. vom Preis mit Kontrollprämie, bzw. ein Drittel „von unten“, d.h. von dem den Minderheitsaktionären anzubietenden Preis gerechnet). Eine Ungleichbehandlung ist beispielsweise auch zulässig, wo Aktien ein unterschiedliches Stimm- oder Dividendenrecht haben: hier darf das Angebot die wirtschaftlichen Unterschiede in den einzelnen Titelnkategorien berücksichtigen.

Konkret lassen sich aus dem Gleichbehandlungsgebot die folgenden *Richtlinien* ableiten:

Der Verwaltungsrat darf einen Übernehmer nur unterstützen, wenn dieser die Aktionäre im vorgenannten Rahmen gleich behandelt.

Der Verwaltungsrat hat m.E. sogar die Pflicht, ihm statutarisch eingeräumte Abwehrmassnahmen zu nutzen, wenn das Angebot Aktionäre ungleich behandelt. Solche Massnahmen können etwa darin bestehen, dass der Verwaltungsrat die Unterstützung des Angebotes ablehnt, dieses (bei der nicht kotierten Gesellschaft) nicht an die Aktionäre weiterleitet, sein (allenfalls vorhandenes) Ermessen bei der Eintragung von Aktionären zuungunsten des Übernahminteressenten ausnützt oder er eine von diesem geforderte Generalversammlung nur mit (vertretbarer) Verzögerung ansetzt.

2. Pflicht, das Gesellschaftsinteresse oder die Interessen anderer „Stakeholders“ zu berücksichtigen?

Die Frage, ob der Verwaltungsrat im Einzelfall die so genannten *Gesellschaftsinteressen*² oder den „*Shareholder Value*“ höher zu gewichten hat, war in den letzten Jahren stark kontrovers,³ auch wenn die Diskussion grösstenteils ohne wirklichen Sinn ist: In Tat und Wahrheit laufen Gesellschaftsinteressen und Aktionärsinteressen in aller Regel parallel, indem ein Verwaltungsrat, der den Wert des Unternehmens kontinuierlich steigert, sowohl der Gesellschaft (und

1 Vgl. etwa WATTER, Basler Kommentar, N 34 zu OR 717.

2 Die Pflicht zu deren Verfolgung ist in Art. 717 OR festgeschrieben.

3 Vgl. statt vieler am Anfang der Diskussion und mit Verweisen WATTER, Unternehmensübernahmen, Zürich 1990, S. 11 ff., N 18 ff.; in neuerer Zeit etwa NZZ-FOKUS: Shareholder value, Nr. 1, Dezember 1996 oder die Diskussion am Schweizerischen Juristentag 2000, abrufbar unter www.juristentag.ch.

damit auch ihren Arbeitnehmern, Kunden und Lieferanten) als auch den Aktionären am besten dient. Aus dieser Optik scheint die einzig logische – da messbare – Forderung die zu sein, dass der Verwaltungsrat primär auf nachhaltige Wertsteigerung des Unternehmens bedacht sein sollte und sein Handeln entsprechend auszurichten habe.

Im Weiteren ist zu berücksichtigen, dass ein *gesamtwirtschaftliches Interesse* daran besteht, dass Unternehmen Ressourcen (inkl. Kapital) möglichst effizient einsetzen; wird davon ausgegangen, dass der Markt Unternehmen (eini-germassen) korrekt bewertet⁴ und Gesellschaften, die diesen effizienten Mittel-einsatz nicht oder nicht mehr voll gewährleisten, wertmässig herabstuft, so ist es wirtschaftlich sinnvoll, einen *Unternehmenskontrollmarkt*, auf dem tief bewertete Unternehmen erworben werden, um sie mit einem anderen Management effizienter zu führen, zu *fördern*. Dass in solchen Konstellationen jeweils eine Neuausrichtung des Unternehmens nötig wird, was mit Arbeitsplatzverlusten oder Fabrikschliessungen und mit Einbussen für Lieferanten und Gemeinwesen verbunden sein kann, ist bedauerlich, aber nicht abzuwenden und führt oft zur Gesundung eines Unternehmens, das sonst einem schleichenden Untergang geweiht wäre.

In Übernahmesituationen heisst dies konkret, dass ein für die Aktionäre preislich interessantes Angebot vom Verwaltungsrat in aller Regel *nicht* mit dem Argument bekämpft werden kann, die Interessen der Gesellschaft würden diesem Angebot widersprechen, etwa weil der Übernahmeinteressent eine Aufspaltung des Unternehmens vorsehe oder er das Geschäft restrukturieren wolle (noch weniger tauglich ist natürlich das Argument, dass die Führung des Unternehmens, die ihre Position gerne behalten möchte, ausgetauscht werden soll). Möglich (oder sogar geboten) kann es hingegen sein, dass der Verwaltungsrat darlegt, dass das Angebot des Übernahmeinteressenten nur deshalb preislich interessant scheint, weil das Unternehmen wegen einer falschen Marktbeurteilung unterbewertet ist, etwa weil der Marktwert die neue Strategie des jetzigen Managements noch nicht voll reflektiere. Der Verwaltungsrat, der ein Angebot mit einer solchen Aussage bekämpft, wird sich allerdings bewusst sein müssen, dass er damit implizit sagt, unter seiner Führung werde die Gesellschaft in absehbarer Zeit einen höheren Marktwert haben, als dies der Angebotspreis widerspiegeln.⁵ Wird eine solche Aussage in guten Treuen gemacht, zieht das spätere Nichterreichen dieses Ziels im Allgemeinen keine juristischen Konsequenzen nach sich – hingegen wird die Reputation der einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrates natürlich leiden, wenn diese Voraussage nach einer Ablehnung des Angebotes dann nicht eintritt.⁶

4 Vgl. beispielsweise WATTER, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, AJP 1992, S. 48 ff., S. 49.

5 So etwa der Verwaltungsrat der Sulzer in seinem Pressecommuniqué vom 23. Februar 2001 bezüglich des Übernahmeangebotes der InCentive Capital AG.

6 Vgl. zur Bedeutung der Reputation in diesem Zusammenhang VON DER CRONE, ZSR, Band NF 119, 2000, 2. Halbband, S. 235 ff.

3. Pflicht, eine Auktion zu veranstalten oder generell den Angebotspreis zu maximieren, Lock-ups?

In gewissen Wirtschaftssystemen (namentlich in den USA) wird die Theorie vertreten, dass der Verwaltungsrat eine Pflicht habe, den Wert eines Angebotes zu maximieren, wenn ein Kontrollwechsel anstehe, beispielsweise indem er in einer solchen Konstellation eine Auktion veranstalte.⁷ Relevant ist diese Pflicht nicht nur dann, wenn ein ungebetenes Angebot von dritter Seite erfolgt (und der Verwaltungsrat in aller Regel Ausschau nach einem White Knight halten wird), sondern noch viel eher, wenn beispielsweise eine Anlehnung an einen grösseren Partner gesucht wird und sich dann die Frage stellt, ob der Verwaltungsrat nebst seiner bevorzugten Option auch noch aktiv andere potenzielle Käufer suchen muss.

M.E. besteht im Schweizer Recht keine Pflicht des Verwaltungsrates, eine Auktion aktiv zu veranstalten – er darf bessere Angebote eines Dritten allerdings auch nicht unnötig behindern. Begründen lässt sich diese Ansicht damit, dass die Auktion oft gar nicht im besten Interesse der Gesellschaft (und damit der Aktionäre) liegt, führt ein solches Verfahren doch sehr oft zu einer Verunsicherung der Arbeitnehmer, Kunden und Lieferanten, was sich negativ auf den Wert auswirken kann.

Genügend ist es mit anderen Worten, wenn der Verwaltungsrat in der geschilderten Konstellation mit einem Dritten eine Transaktion (beispielsweise eine Fusion) vereinbart, seinen Aktionären aber die Möglichkeit offen lässt, eine andere Alternative anzunehmen, wenn sich eine solche, etwa im Rahmen eines Angebotes eines Dritten, unmittelbar vor der die Fusion genehmigenden Generalversammlung präsentieren sollte. Anders gesagt darf der Verwaltungsrat einer Schweizer Gesellschaft keine so genannten „Lock-ups“ oder „Break-up Fees“,⁸ die dem Fusionspartner riesige Summen versprechen, falls die Fusion wegen Intervention eines Dritten nicht zustande kommen sollte, versprechen, da damit die Freiheit der Aktionäre unzulässig eingeschränkt wäre.⁹ Andererseits sind Lock-ups, die den Fusionspartner für seine Ausgaben entschädigen¹⁰ oder sogar eine so genannte „Finders Fee“ beinhal-

7 Nachweise bei WATTER (FN 3), 307f., N 664.

8 Vgl. Näheres zum Lock-up beispielsweise bei WATTER/DUBS, Organverhaltens- und Organhaftungsregelungen im Börsenrecht, AJP 1998, S. 1308ff., S. 1324 ff.

9 Vgl. etwa die Fusion Warner-Lambert mit American Home Products, die eine Break-up Fee von US\$ 1.8 Mia. vorsah, die dann von Warner-Lambert bezahlt werden musste, weil sich diese Gesellschaft entschloss, mit Pfizer zu fusionieren (vgl. Press Release von Pfizer unter www.pfizer.com). In den USA werden Lock-ups bis zum Betrag von 2–3% des gesamten Transaktionswertes für zulässig gehalten.

10 Vgl. den Fusionsvertrag Novartis mit einer Entschädigung von CHF 50 Mio., die allerdings nach Genehmigung der Fusion durch die Aktionäre eine Höhe (nach einer bestimmten Formel) von mehr als einer Milliarde CHF erreichen konnte, dies mit der Überlegung, dass die Aktionäre durch ihre Zustimmung an der GV den jeweiligen Fusionspartner für die Einhaltung des Vertrages verpflichtet hatten. Eine ähnliche Zahlung war auch im Fusionsvertrag SBG-SBV vorgesehen.

ten,¹¹ zulässig. Zulässig ist es nach dem Gesagten auch, dass sich der Verwaltungsrat verpflichtet, sich nicht aktiv nach einem anderen Kaufinteressenten umzusehen („No shop clauses“).

III. Die Situation bei Publikumsgesellschaften

1. Allgemeines zu den anwendbaren Rechtsnormen

Detaillierte Regeln zu Übernahmeangeboten finden sich seit 1998 im Schweizer Recht. Relevant sind neben den Art. 22–33 des Börsengesetzes (Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, BEHG) vor allem die Bestimmungen der Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997 (BEHV-EBK), die Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (UEV-UEK) und die von der Übernahmekommission erlassenen Empfehlungen.¹²

Primär auferlegen das Gesetz und die Verordnungen dem Übernehmer (und nicht dem Verwaltungsrat) Pflichten, so namentlich die Pflicht, einen Angebotsprospekt zu erstellen (Art. 24 Abs. 1 BEHG, Art. 17–24 UEV-UEK), die Pflicht, gewisse Fristen zu respektieren (v.a. Art. 9 und 14 UEV-UEK) und eine Nachfrist zu gewähren (Art. 14 Abs. 5 UEV-UEK), die Pflicht, die Anteilshaber gleich zu behandeln (Art. 24 Abs. 2 BEHG und Art. 10 UEV-UEK) oder die Pflicht, unter bestimmten Umständen ein Angebot für alle Aktien zu unterbreiten (Art. 32 BEHG). Diese Pflichten haben aber auch eine indirekte Wirkung auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, darf er doch Offerten, die sich nicht an die Regeln halten, nicht unterstützen.

Spezifische, den Verwaltungsrat treffende Pflichten sind die Berichterstattungspflicht und die Begrenzung von Abwehrmassnahmen, die im Folgenden näher beleuchtet werden sollen.

2. Berichterstattungspflicht

a) Allgemeines

Art. 29 Abs. 1 BEHG verpflichtet den Verwaltungsrat¹³ einer Zielgesellschaft zur Vorlage eines Berichtes, der zuhanden der Aktionäre¹⁴ zum Angebot Stellung

11 Vgl. etwa den Fusionsvertrag Novartis (FN 10) – die hohe Zahlung nach den Zustimmungen durch die Generalversammlung liess sich damit rechtfertigen, dass diesfalls die von einer Übernahme nicht betroffene Gesellschaft die Übernahme der anderen gleichsam mitinitiiert hatte, womit ihr ein Teil des „Übergewinnes“ zustand.

12 Diese Empfehlungen sind im Internet unter www.takeover.ch abrufbar.

13 Bei der Pflicht zur Stellungnahme handelt es sich um eine Aufgabe des Gesamtverwaltungsrates, welche weder an den Ausschuss noch an die Geschäftsleitung delegiert werden kann. Vgl. Erläuterungen der Übernahmekommission zum Entwurf der Verordnung über öffentliche Kaufangebote vom 22. Februar 1996, N 47. Vgl. generell zum Bericht auch WATTER/DUBS (FN 8), S. 1314 ff.

14 Genauer: zuhanden aller Inhaber von Beteiligungspapieren.

bezieht. Dieser Bericht muss die Information enthalten, die notwendig ist, damit die Empfänger des Angebotes in Kenntnis aller relevanten Umstände ihre Entscheidung treffen können.¹⁵ So sind im Bericht die *Absichten* aller Aktionäre darzustellen, die mehr als 5 Prozent der Stimmrechte besitzen, sofern diese Absichten dem Verwaltungsrat bekannt sind. Offen zu legen sind auch *Abwehrmassnahmen*, welche die Zielgesellschaft allenfalls zu ergreifen beabsichtigt. Im Weiteren muss der Bericht Hinweise auf allfällige Interessenkonflikte der Verwaltungsräte und der obersten Geschäftsleitung machen und deren Handhabung aufzeigen;¹⁶ insbesondere sind unter diesem Titel nach einer allerneuesten Praxis Abgangsschädigungen – und zwar individuell – offen zu legen, die allenfalls dazu führen, dass Mitglieder des Verwaltungsrates ein Interesse an einer Annahme des Angebotes haben.¹⁷ Der Verwaltungsrat muss aber keine konkrete Annahme- oder Ablehnungsempfehlung für die eigenen Aktionäre abgeben; er kann auch auf *eine Empfehlung verzichten und lediglich die Vorteile und Nachteile des Angebotes darlegen*. Auch dann muss der Bericht aber alle *wesentlichen Elemente* aufzeigen, welche die Stellungnahme des Verwaltungsrates beeinflusst haben. Vorbehalten bleibt jeweils die Geheimhaltung aus überwiegendem Gesellschaftsinteresse nach der Regelung von Art. 30 Abs. 3 UEV-UEK.

Durch die Berichterstattungspflicht erweitern sich die dem Inhaber von Beteiligungspapieren zukommenden Informationen beträchtlich; das Wissensgefälle zwischen dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft und den Anteilsinha-

15 Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK.

16 Abgesehen von der Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrates (Art. 717 OR) enthält das Gesellschaftsrecht keine generelle Norm, um Interessenkonflikte des Verwaltungsrates zu unterbinden. Weil in Übernahmefällen Interessenkonflikte in gesteigertem Ausmass hervortreten können, wird die Zielgesellschaft dazu verpflichtet, im Bericht aufzuzeigen, mit welchen Massnahmen der Verwaltungsrat den Interessenkonflikten Rechnung trägt; als geeignete Massnahmen kommen etwa in Frage: Expertenmeinung, separate Stimmabgabe der unabhängigen Verwaltungsräte, Stimmenthaltungen von Verwaltungsräten, welche von einem Interessenkonflikt betroffen sind, etc. (vgl. Erläuterungen Übernahmekommission (FN 13), N 47, N 49).

17 Vgl. Empfehlung der UEK i/S Ems-Chemie Holding AG / Axantis Holding AG vom 15. Dezember 2000 mit folgenden Ausführungen (Ziff. 5): „Nach ständiger Praxis der Übernahmekommission hat dieser Bericht, um den Anforderungen von Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK zu genügen, unter anderem die finanziellen Folgen des Angebotes für die Mitglieder des Verwaltungsrates und der obersten Geschäftsleitung zu beschreiben. Der Bericht hat insbesondere offen zu legen, ob die Mandate der Mitglieder des Verwaltungsrates und der obersten Geschäftsleitung zu gleichwertigen Bedingungen weitergeführt werden; ansonsten sind die neuen Konditionen darzulegen. Treten gewisse Mitglieder aus dem Verwaltungsrat oder der obersten Geschäftsleitung der Zielgesellschaft aus, ist anzugeben, ob sie eine Abgangsschädigung erhalten und wie hoch diese ist (siehe Empfehlungen i.S. Brauerei Haldengut vom 18. Mai 1999, E. 7.1, und Calanda Bräu vom 27. Mai 1999, E. 7.1). Ziel von Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK ist es, den Empfängern des Angebotes zu erlauben, sich ein klares Bild über die Interessenlage der Führungsorgane der Zielgesellschaft zu bilden, um so die Tragweite der Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zum Kaufangebot beurteilen zu können. Deshalb sind jene Beträge offen zu legen, die bei Erfolg oder Misserfolg des Angebotes den führenden Organen zufließen würden. Dazu gehören insbesondere die Beträge, die bei Auflösung des Mandats- oder Arbeitsverhältnisses bezahlt werden, ungeachtet dessen, ob die Zahlungen durch die Zielgesellschaft oder den Anbieter geleistet werden. Dabei ist ohne

bern wird wesentlich flacher und die relevanten Faktoren für (oder wider) einen Verkaufsentscheid werden aus zwei Blickwinkeln beleuchtet, nämlich aus Sicht des Anbieters und des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft. Deshalb hat der Bericht (speziell bei einer Ablehnungsempfehlung) eine *Gegenüberstellung der Gesellschaftsentwicklung* bei Ablehnung des Angebotes mit der Situation bei Annahme des Angebotes zu enthalten.¹⁸

Bezüglich der *zeitlichen Verhältnisse* muss der Bericht, sofern er nicht im Angebotsprospekt veröffentlicht wird, grundsätzlich spätestens am fünfzehnten Börsentag nach der Veröffentlichung des Angebotes publiziert werden (Art. 32 Abs. 2 UEV-UEK). Bei Änderung des Angebotes verlangt Art. 33 UEV-UEK einen neuen und auf das geänderte Angebot abgestimmten Bericht, welcher ebenfalls zusammen mit dem geänderten Angebotsprospekt veröffentlicht werden kann; Art. 33 Abs. 3 UEV-UEK verkürzt die Veröffentlichungsfrist dafür auf acht Börsentage.

b) Rechtsfolgen eines falschen oder unvollständigen Berichtes

Unterlässt es der Verwaltungsrat, einen Bericht zu verfassen, oder enthält dieser falsche oder unvollständige Angaben, macht sich der Verwaltungsrat nach Art. 42 BEHG *strafbar*, wobei das Gesetz als Strafe Busse bis zu CHF 200'000 androht.

Keine explizite Regelung enthält das Gesetz bezüglich der Frage, ob der Verwaltungsrat auch *schadenersatzpflichtig* werden kann: Nachdem einerseits der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft seine Stellungnahme im Angebotsprospekt veröffentlichen kann und andererseits dem Bericht eine mit dem Angebotsprospekt vergleichbare Zwecksetzung zugrunde liegt, könnte man an sich argumentieren, dass bei Verletzungen der Pflicht zur Stellungnahme die Bestimmungen der Prospekthaftung – wie bei einem rechtsungenügenden Angebotsprospekt des Anbieters – analog zur Anwendung kommen. M.E. ist dies aber nicht der Fall, weil sich der Bericht primär an das eigene Aktionariat

Bedeutung, ob die Entschädigungen im Hinblick auf den konkreten Kontrollwechsel oder bereits im Voraus vereinbart wurden. Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK ist dahin gehend auszulegen, dass auch potentielle Interessenkonflikte offen zu legen und somit mögliche Abgangsentschädigungen so lange anzugeben sind, wie eine Auflösung der Mandats- oder Arbeitsverhältnisse als Folge des Kontrollwechsels nicht ausgeschlossen werden kann, auch wenn noch keine Entscheidung getroffen wurde ... [Ausführungen darüber, dass in früheren Fällen nur globale Summen offen gelegt wurden]. In Zukunft wird Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK so ausgelegt werden müssen, dass der Bericht des Verwaltungsrates im Sinne von Art. 29 Abs. 1 BEHG Angaben zu den möglichen finanziellen Auswirkungen des Angebotes für jedes einzelne Mitglied des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftsführung zu enthalten hat."

18 Eingehend zur Ausgestaltung des Berichtes ERIC HOMBURGER, Der Verwaltungsrat, Art. 707-726 OR, Zürich 1997, Zürcher Kommentar, Art. 717 N 989 ff.; vgl. auch HANS CASPAR VON DER CRONE, Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, in: NOBEL (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Zürich 1995, S. 63 ff., S. 70 und ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Bern 1998, S. 259.

richtet und damit die innergesellschaftlichen Rechtsbehelfe im Vordergrund stehen müssen, handelt es sich bei der Pflicht zur Stellungnahme doch um eine gesetzliche Konkretisierung der aktienrechtlichen Treue- und Sorgfaltpflicht nach Art. 717 Abs. 1 OR. Vorausgesetzt, dass ein direkter (Aktionärs-) Schaden gegeben ist, kann somit zur Geltendmachung des Schadens auf Art. 754 OR abgestellt werden.¹⁹

Ein rechtsungenügender Bericht kann beispielsweise dadurch zu einem *direkten Schaden* des Beteiligungsinhabers führen, dass ein Angebot nicht zustande kommt und folglich der Inhaber des Beteiligungspapieres die Kontrollprämie nicht realisieren kann. Denkbar ist auch – insbesondere bei freundlichen Angeboten –, dass das Angebot zu einem nicht angemessenen Preis zustande kommt bzw. der Inhaber von Beteiligungspapieren diese zu einem zu tiefen Preis verkauft. Während in der ersten Fallgruppe der Bericht in rechtswidriger Art und Weise den Erfolg des öffentlichen Kaufangebotes verhindert, begünstigt er in der zweiten Konstellation dessen Erfolg allenfalls in rechtswidriger Art und Weise. In der ersten Fallgestaltung liegt der Schaden in der Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem Kurswert des betreffenden Beteiligungspapieres nach dem nicht zustande gekommenen öffentlichen Angebot, in der zweiten in der Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem bei korrekter Information potenziell möglich gewesenem (höheren) Verkaufspreis; denn wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Bericht die Unangemessenheit des Angebotes gerügt hätte, wären die Beteiligungsinhaber der Zielgesellschaft in der Lage gewesen, Druck auf den Anbieter zur Erhöhung des Offertpreises auszuüben.

Zu beachten ist aber, dass der Bericht, insbesondere im Bereich der eigenständigen Entwicklungsmöglichkeiten der Zielgesellschaft, in einem erheblichen Ausmass auf subjektiven wirtschaftlichen Überlegungen fusst, die gerichtlich kaum überprüfbar sind. Demgegenüber sind andere Momente des Berichtes des Verwaltungsrates, bei denen es sich um (vornehmlich) formale Aspekte der Stellungnahme handelt, namentlich seine Vollständigkeit und sein Wahrheitsgehalt (vgl. Art. 29 Abs. 1 BEHG und Art. 29 Abs. 2 UEV-UEK) sowie seine Aussagen bezüglich der besonderen Informationen (vgl. Art. 30 UEV-UEK) und des Bestandes von Interessenkonflikten und deren Handhabung (vgl. Art. 31 UEV-UEK), einer gerichtlichen Beurteilung durchaus zugänglich.

Unklarheit besteht in der Frage, ob auch der Anbieter (als Dritter – er wird allerdings in aller Regel bereits Inhaber zumindest einiger Beteiligungspapiere sein) rechtlich gegen einen rechtsungenügenden Bericht des Verwaltungsrates vorgehen kann, und ob er insbesondere Schadenersatzrechte wegen der Nicht-

19 Vgl. WATTER/DUBS (FN 8), S. 1315 mit Verweisen. Im Weiteren setzt sich der Verwaltungsrat bei einer ungenügenden Berichterstattung auch der Haftung nach Art. 41 OR i.V.m. Art. 42 BEHG aus; denn ein Verstoß gegen Strafrechtstatbestände begründet die Widerrechtlichkeit im Sinne von Art. 41 OR.

verwirklichung von geplanten Synergien und/oder Kosteneinsparungen (zukünftiger Schaden) hat. Abgesehen davon, dass die Substanziierung solcher Schäden sehr schwierig sein wird, scheint eine Klage grundsätzlich gestützt auf Art. 41 ff. OR (in Verbindung mit Art. 42 BEHG) oder gestützt auf die lauterkeitsrechtliche Generalklausel möglich zu sein, wobei sie sich wegen Art. 722 OR auch gegen die Zielgesellschaft richten kann.²⁰

In der Periode der Angebotsfrist sind der Übernehmer und Aktionäre (theoretisch) legitimiert, eine Klage zur Abänderung des Berichtes – Streichung oder Ergänzung von Teilen des Berichtes oder Korrektur des Berichtes – zu erheben, soweit es um Tatsachen und nicht um reine Meinungsäusserungen des Verwaltungsrates geht; allerdings dürften die zeitlichen Verhältnisse kaum die Durchführung eines Befehlverfahrens – geschweige denn einer Klage – erlauben. In der Praxis dürften deshalb in dieser Konstellation der Übernehmer und die Aktionäre an die Übernahmekommission gelangen, damit diese nach Art. 23 Abs. 3 BEHG eine Empfehlung abgibt.

3. Beschränkung von Abwehrmassnahmen

Das Bestreben, dass die *Aktionäre und nicht der Verwaltungsrat über den Erfolg eines öffentlichen Kaufangebotes entscheiden können*, wird umgesetzt, indem Massnahmen des Verwaltungsrates verhindert werden, die in ihrer Wirkung die Entscheidung der Beteiligungsinhaber vorwegnehmen. Aus dieser Perspektive ist Art. 29 Abs. 2 BEHG anzuwenden,²¹ insbesondere mit der Erkenntnis, dass diese Bestimmung in die aktienrechtliche Kompetenzverteilung zwischen Verwaltungsrat und Generalversammlung eingreift, indem der Verwaltungsrat²² der Zielgesellschaft von der Veröffentlichung des Angebotes bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses keine Rechtsgeschäfte beschliessen darf, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde.²³ Als Folge dieser Regelung untersteht die Zielgesellschaft einer

20 Vgl. WATTER/DUBS (FN 8), S. 1316.

21 Die Erläuterungen Übernahmekommission (FN 13), N 61 bezeichnen Art. 29 Abs. 2 BEHG als „verwaltungsrechtliche Norm, welche dem Verwaltungsrat verbietet, gewisse Beschlüsse (welche gemäss Aktienrecht in seiner Kompetenz liegen) während einem öffentlichen Kaufangebot zu fassen“.

22 Der Tatbestand von Art. 29 Abs. 2 BEHG ist insofern zu eng formuliert, als nicht nur der Verwaltungsrat, sondern auch die anderen Leitungsorgane auf der Geschäftsführungsebene der Zielgesellschaft der in Art. 29 Abs. 2 BEHG statuierten Unterlassungspflicht unterliegen; vgl. URS BERTSCHINGER, Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen, SJZ 1998, 329 ff., 330.

23 Die im Sinne von Art. 29 Abs. 2 BEHG gesetzeswidrigen Abwehrmassnahmen werden in Art. 35 UEV-UEK einerseits dahin gehend präzisiert, dass der Aktiv- und Passivbestand der Zielgesellschaft auch die Ausserbilanzposten umfassen, insbesondere auch jene aus Verträgen, die wesentliche Risiken oder Verpflichtungen mit sich bringen (Abs. 1); und andererseits enthält diese Ausführungsbestimmung eine nicht abschliessende Aufzählung von Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates ausserhalb eines Beschlusses der Generalversammlung, die dem Grundsatz nach gesetzeswidrig sind (Abs. 2).

gewissen „Handlungslähmung“,²⁴ da auch die vom Verwaltungsrat zu beaufsichtigende Geschäftsleitung unter das Verbot fällt. Anders gesagt, aufgrund von Art. 29 Abs. 2 BEHG ist es den Exekutivorganen der Zielgesellschaft untersagt, in bestimmter Richtung von ihrer aktienrechtlich statuierten Beschluss- und Vertretungsmacht Gebrauch zu machen; und umgekehrt gibt diese Bestimmung der Generalversammlung die Befugnis, dieses Verbot in seinen Wirkungen punktuell aufzuheben.²⁵

Die Veränderung des *Passivbestandes* erfasst namentlich die Neuverschuldung (ohne dass die im Gegenzug erhaltene Liquidität konkret einsetzbar wäre), das Eingehen von Eventualverbindlichkeiten und wohl auch die Veränderung des Eigenkapitals, was insbesondere auf das Verbot der Ausgabe von Aktien unter Ausnützung eines genehmigten Kapitals ohne Gewährung des Bezugsrechtes sowie eine Untersagung des Verkaufes eigener Aktien hinausläuft.²⁶ Bei der Veränderung des *Aktivbestandes* geht es in erster Linie um die Veräusserung von Teilen der Zielgesellschaft, die für den Anbieter so bedeutend sind, dass für ihn die Zielgesellschaft nach der Abspaltung nicht mehr kaufenswert ist. Auch andere Aktiva dürfen vom Verwaltungsrat dann nicht veräussert werden, wenn dafür kein adäquater Preis bezahlt wird, da die Aktiven sonst gesamthaft verringert werden.²⁷ Art. 29 Abs. 2 BEHG verlangt dabei, dass die Bilanzwertveränderung erheblich ist, was nach der Definition der Übernahmekommission entweder bei Überschreitung der 10%-Wertgrenze bezogen auf die Bilanzsumme (Art. 35 Abs. 2 lit. a UEV-UEK) oder aufgrund einer Bezeichnung des Anbieters (Art. 35 Abs. 2 lit. b UEV-UEK) zutrifft.

Die Aufzählung unzulässiger Massnahmen in der Verordnung (Art. 35 UEV-UEK) ist nicht abschliessend;²⁸ zudem kann eine in dieser Liste der gesetzeswidrigen Abwehrmassnahmen aufgeführte Verhaltensweise sich in einem bestimmten Übernahmefall als gesetzeskonform erweisen.

Nach Art. 29 Abs. 2 Satz 2 BEHG unterliegen Beschlüsse der Generalversammlung der in Satz 1 derselben Norm statuierten Handlungsbeschränkung nicht und dürfen ausgeführt werden, unabhängig davon, ob sie vor oder nach der Veröffentlichung des Angebotes gefasst wurden. Folglich hat der Verwaltungsrat über die Einberufung einer Generalversammlung (sofern die Zeit dafür überhaupt reicht) die Möglichkeit, Abwehrmassnahmen durchzuführen, vorausgesetzt, dass die Generalversammlung diesen zu-

24 BÖCKLI, Zum Börsengesetz von 1995: neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 1998, S. 225 ff., S. 229, S. 247.

25 So den Gehalt von Art. 29 Abs. 2 BEHG zusammenfassend BÖCKLI (FN 24), S. 250.

26 Eingehend zur Veränderung des Passivbestandes BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 2. A., Zürich 1996, N 1662c., N 1661n; vgl. auch BÖCKLI (FN 24), S. 247 ff.

27 Dabei ist es natürlich nicht genügend, wenn der Verkauf zu Buchwerten erfolgt (mit der Begründung, der Aktivenbestand bleibe dann gesamthaft konstant), wenn der Marktwert höher ist.

28 Die in Art. 35 Abs. 2 UEV-UEK enthaltenen Beispiele bilden eine „Liste, die keinen erschöpfenden Charakter hat“; Erläuterungen Übernahmekommission (FN 13), N 59.

stimmt²⁹ bzw. solche selbst beschliesst, die sie unter Berücksichtigung der Vor- und Nachteile eines bestimmten Angebotes für angemessen hält.³⁰ Will die Generalversammlung der Zielgesellschaft etwa eine bedeutende Veränderung des Aktiv- oder Passivbestandes, ist der Verwaltungsrat – unter Vorbehalt des Unzulässigkeitstatbestandes nach Art. 36 UEV-UEK i.V.m. Art. 29 Abs. 3 BEHG – *verpflichtet*, die entsprechenden Beschlüsse durchzuführen.

IV. Die Situation bei der nicht kotierten Gesellschaft

1. Allgemeines

Die Situation bei der nicht kotierten Gesellschaft ist nicht nur rechtlich anders (indem für diese Gesellschaften das Börsengesetz nicht gilt und sie weiter gehende Vinkulierungsvorschriften haben können), es gibt auch *praktische Unterschiede*, da in diesen Gesellschaften sehr oft ein oder mehrere Aktionäre die Gesellschaft sowohl durch eine Aktienmehrheit wie auch durch direkten Einsitz im Verwaltungsrat beherrschen. In diesen Gesellschaften finden damit Übernahmegespräche oft auf Stufe des Verwaltungsrates statt, der gleichzeitig Verkäufer ist. Rechtstechnisch ist dies eine Vermischung der Zuständigkeiten; eine Vermischung von Eigentümer- und Führungsstellung ist bei diesem Gesellschaftstypus aber häufig anzutreffen, auch ausserhalb von Übernahmesituationen.

Selbst wo dies nicht der Fall ist und die Organisation und das Aktionariat einer Gesellschaft eher dem Typus einer Publikumsgesellschaft entsprechen, bestehen aus rechtlicher Sicht wegen der *Nichtanwendbarkeit des Börsengesetzes* klare Unterschiede zur Publikumsgesellschaft: Insbesondere muss der Übernahminteressent keine spezifischen Vorschriften beachten: Weder muss er einen Prospekt verfassen, noch Fristen beachten, ihn trifft keine direkte Gleichbehandlungspflicht und er muss nach einem Kontrollerwerb kein Angebot an die Minderheitsaktionäre machen.³¹

²⁹ Anzufügen ist, dass eine solche Zustimmung an sich sehr unwahrscheinlich ist, können die Aktionäre doch – falls sie das Angebot bekämpfen wollen – dieses einfacher dadurch erreichen, dass sie ihre Aktien nicht anbieten. Da praktisch alle Übernahmeangebote eine Mindestannahmeklausel enthalten, bringen sie damit die Offerte schneller und effizienter zu Fall und verhindern erst noch, dass die Gesellschaft durch die Abwehrmassnahme potenziell geschädigt wird.

³⁰ Vgl. Botschaft BEHG, 14: „Schutzziel der (Börsengesetzgebung) ist ... das Vertrauen in die Lauterkeit der Wertschriftenmärkte im weitesten Sinne. Anlegerschutz ist Vertrauens(individual)schutz. Der Schutz erstreckt sich nicht nur auf den, der bereits eine Anlage erworben hat, sondern auch auf die Interessen der potentiellen Anleger.“ Oder Botschaft BEHG, 15: „Im Vordergrund stehen gewerbepolizeiliche Schutzanliegen (Vermögensschutz), die durch funktionsgerichtete Schutzanliegen (Funktionsfähigkeit der Börsen und des Kapitalmarktes) ergänzt werden. Diese Anliegen prägen den Charakter des BEHG.“

³¹ Vgl. aber sogleich zum Umstand, dass den Übernehmer diese Pflichten gleichsam indirekt treffen können.

2. Verhaltensvorschriften für den Verwaltungsrat

Aus Sicht des Verwaltungsrates gilt vorab, dass er die Vorschriften des Börsengesetzes als eine Art „best practice“ natürlich *beachten darf*, was etwa bedeuten kann, dass er vom Übernehmer verlangt, dass er ein schriftliches, den Vorschriften von Art. 24 BEHG nachempfundenes Angebot vorlegt, sich an Fristen hält oder ein Angebot an alle Aktionäre unterbreitet.

Pflichten des Verwaltungsrates bestehen dort, wo ihm die Statuten ein Ermessen einräumen, was namentlich im Bereich der Vinkulierung bei privat kontrollierten Gesellschaften relativ oft vorkommt. Wie oben unter Ziff. II.1 schon ausgeführt, darf der Verwaltungsrat sein Ermessen nur dann zugunsten des Übernahmeinteressenten ausüben, wenn dieser eine Gleichbehandlung der Aktionäre sicherstellt. Dies kann m.E. heissen, dass er verlangen muss, dass der Übernehmer dem Minderheitsaktionär einen fairen Preis anbietet, wobei hier die Regel von Art. 32 BEHG (wenigstens 75% des Preises, der für das Mehrheitspaket geboten wird) wohl den Massstab bilden wird.

Eine ähnliche indirekte Auswirkung wird das Börsengesetz auch bei Abwehrmassnahmen haben: Schliesst nämlich der Verwaltungsrat Rechtsgeschäfte ab, die nach Art. 29 BEHG unzulässig sind (vgl. Ziff. III.3 oben), riskiert er auch bei der nicht kotierten Gesellschaft eine Verantwortlichkeitsklage, falls er ohne Einwilligung der Aktionäre agiert. Dies folgt einerseits aus seiner Pflicht, das Gesellschaftsinteresse zu wahren, andererseits aber auch daraus, dass das BEHG in diesem Bereich das widerspiegelt, was ein Verwaltungsrat machen darf, um die Entscheidungsmöglichkeit der Aktionäre (nämlich ihre Aktien verkaufen zu können) einzuschränken.

Mit anderen Worten gelten die unter Ziff. III. beschriebenen Vorschriften, wie sich ein Verwaltungsrat einer Publikumsgesellschaft in einer Übernahmesituation zu verhalten hat, für nicht kotierte Gesellschaften zwar nicht direkt, wohl aber in vielen Fällen indirekt.