Europa Institut Zürich Band 86

Mergers & Acquisitions X

Herausgegeben von
Rudolf Tschäni

Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten

Urs Schenker

Schulthess §

Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten

Urs Schenker

Inhalt

I. Due Diligence im Übernahmeverfahren ... 130
1. Das Bedürfnis des Anbieters nach einer Due Diligence ... 130
a) Öffentlich verfügbare Informationen bei kotierten Gesellschaft ... 130
b) Öffentlich nicht zugängliche Informationen ... 131
c) Angebot ohne Due Diligence? ... 134
2. Die Position der Zielgesellschaft gegenüber einer Due Diligence ... 137
a) Keine Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Gewährung einer Due Diligence ... 137
b) Der Entscheid über die Gewährung der Due Diligence als unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates ... 137
c) Die Interessenabwägung des Verwaltungsrates ... 139
d) Due Diligence und Gleichbehandlungsprinzip ... 141
e) Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung ... 142
3. Umfang der Due Diligence ... 143
a) Zurückhaltung bei der Offenlegung wesentlicher Geschäftsgeheimnisse ... 143
b) Beschränkung auf wesentliche Informationen ... 144

II. Due Diligence bei feindlichen Übernahmen ... 145
1. Verzicht auf eine Due Diligence ... 145
2. Möglichkeiten, in einer feindlichen Situation eine Due Diligence herbeizuführen ... 146
a) „bear hug" ... 146
b) Bedingte Angebote ... 148
c) Angebote mit Preiserhöhungsklausel ... 149
d) Voranmeldung mit Due Diligence-Vorbehalt ... 152
e) Schlussfolgerung ... 154
3. Durchführung einer Due Diligence bei feindlichen Angeboten ... 155

III. Due Diligence bei konkurrierenden Angeboten ... 157
1. Börsenrechtliche Gleichbehandlungspflicht ... 157
a) Der persönliche Anwendungsbereich der Gleichbehandlungspflicht ... 157
b) Umfang der offenzulegenden Informationen ... 161
c) Ausnahmen von der Gleichbehandlungspflicht ... 162
d) Überwachung der Gleichbehandlung ... 164
2. Gesellschaftsrechtliche Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence ... 166
3. Durchführung der Due Diligence ... 168

Literaturverzeichnis ... 169

I. Due Diligence im Übernahmeverfahren

1. Das Bedürfnis des Anbieters nach einer Due Diligence

a) Öffentlich verfügbare Informationen bei kotierten Gesellschaft

Ein potentieller Anbieter, der die Möglichkeit eines Angebotes für eine kotierte Gesellschaft analysiert, verfügt über wesentlich mehr Informationen als eine Person, die sich für den Kauf einer privat gehaltenen Gesellschaft interessiert. Dies ist primär darauf zurückzuführen, dass das Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange (KR) für kotierte Gesellschaften in Art. 64 ff. Publizitätsvorschriften vorsieht, die einem potentiellen Anbieter bereits einen weitgehenden Einblick in die Gesellschaft geben. So kann sich ein potentieller Anbieter mit Jahresberichten, Halbjahresberichten und auch mit Informationen, die im Rahmen der Ad hoc-Publizität bekannt gegeben werden, über die geschäftliche und finanzielle Entwicklung einer kotierten Gesellschaft in einer Tiefe orientieren, wie dies bei privat gehaltenen Gesellschaften selten bis nie möglich ist.

Über diese regulatorisch notwendige Publizität hinaus veröffentlichen die meisten kotierten Gesellschaften auch noch weitere Informationen, indem sie Medien- und Analystenkonferenzen sowie ähnliche Veranstaltungen für interessierte Investoren durchführen. An derartigen Veranstaltungen sowie auch in zusätzlichen Medienmitteilungen legen viele kotierte Unternehmen Prognosen, Strategien und weitere Informationen über das Unternehmen offen, die über die Mindestanforderungen des Kotierungsreglements hinausgehen und so einen noch tieferen Einblick in die Zielgesellschaft ermöglichen.

Diese öffentlich verfügbaren Informationen ermöglichen es einem potentiellen Anbieter, im Sinne einer „Outside Due Diligence" soviel Informationen zu sammeln, dass er bereits eine erste Beurteilung der Zielgesellschaft vornehmen kann. Eine derartige Bewertung kann vor allem dann sehr zielgenau sein, wenn diese unternehmensspezifischen Informationen noch mit öffentlich verfügbaren Daten über die betreffende Branche kombiniert werden[1].

[1] In verschiedenen Branchen existieren dank Branchenverbänden oder externer Informationsdienstleister Datenbanken, die eine Übersicht über Industriewerte und Durchschnittswerte geben und so ein Benchmarking ermöglichen.

Eine noch bessere Beurteilung eines Unternehmens aufgrund einer „Outside Due Diligence" ist dann möglich, wenn der Anbieter in der gleichen Branche tätig ist und daher die öffentlich erhältlichen Informationen über die Zielgesellschaft mit eigenen Beobachtungen kombinieren und damit entsprechend kritisch würdigen kann.

b) Öffentlich nicht zugängliche Informationen

Trotz des relativ grossen Angebotes an öffentlich verfügbaren Informationen bleiben bei einer Analyse bzw. Bewertung, die allein auf diesen Informationen basiert, diverse für die Bewertung relevante Fragen offen. Einerseits trägt ein Anbieter das Risiko, dass die Zielgesellschaft Informationen, die der Ad hoc-Meldepflicht unterstehen[2], aufgrund von Art. 72 Abs. 2 KR[3] zurückhält und der Anbieter daher im Zeitpunkt seiner Analyse wesentliche Informationen nicht hat. Andererseits gibt es aber auch eine ganze Reihe von Informationen, die von den Publizitätsvorschriften nicht erfasst werden, die aber für die Bewertung einer Zielgesellschaft im Hinblick auf ein öffentliches Angebot wesentlich sind[4]. Typischerweise handelt es sich dabei insbesondere um folgende Information, die von den meisten kotierten Gesellschaften als Geschäftsgeheimnisse betrachtet werden und deshalb nicht öffentlich kommuniziert werden:

– *Strategie und Businessplan*

Zwar legen heute sehr viele kotierte Gesellschaften die Grundzüge ihrer Strategie und auch die mittelfristig angestrebten finanziellen Ziele dem Publikum offen, detaillierte Informationen über die Strategie der Gesellschaft

[2] Vgl. dazu Richtlinie der SWX betr. Ad hoc-Publizität (Stand vom 1. Januar 2007) Rz 16 ff.; Kommentar SWX zur Ad hoc-Publizität Richtlinie (Stand vom 1. Mai 2005) Rz 16.

[3] Art. 72 Abs. 2 KR erlaubt dem Emittent, die Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen hinauszuschieben, wenn die betreffende Tatsache auf einem Plan oder einen Beschluss des Emittenten beruht und die Veröffentlichung der Tatsache dazu geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen.

[4] Die Publizitätspflichten sollen primär den Publikumsanleger schützen, der allerdings ein geringeres Informationsbedürfnis hat als ein Anbieter, der bei einem öffentlichen Angebot typischerweise eine Prämie über den Börsenkurs hinaus zahlt und daher ein erhöhtes Risiko eingeht.

und ihren mittelfristigen Businessplan werden normalerweise aber nicht veröffentlicht. Gerade die im Businessplan dargestellten Ertragsprognosen sowie der Kapitalbedarf der Gesellschaft sind aber zur Bewertung einer Zielgesellschaft wesentlich, wenn der Anbieter eine Prämie über den Börsenkurs hinaus rechtfertigen muss.

– *Produktion und Kostenstruktur*

Angaben zu Output und Gesamtkosten der Produktion sowie auch die aktuellen Produkte und Dienstleistungen einer kotierten Gesellschaft sind normalerweise öffentlich verfügbar. Weitere Informationen zur Kostenstruktur und Kosten der einzelnen Produkte, zum Stand der technischen Entwicklung und die Pipeline zukünftiger Produkte sind dagegen meist ohne Due Diligence nicht erkennbar, können aber je nach Ausrichtung der Zielgesellschaft für die Bewertung entscheidend sein.

– *Detailinformationen aus dem Gebiet des Rechnungswesens*

Die von den Zielgesellschaften veröffentlichten Finanzberichte sind zwar aufgrund der vom KR vorgeschriebenen Buchführungsstandards relativ detailliert und ermöglichen somit einen sehr guten Überblick über die Tätigkeit der Zielgesellschaft. Da diese Standards dem betroffenen Unternehmen aber gewisse Spielräume gewähren, sollte der Anbieter wissen, wie diese ausgenutzt werden, um den Wert der Zielgesellschaft besser einschätzen zu können. Je nach der Ausrichtung und den Zielen des Anbieters können zur Beurteilung eines Unternehmens aber auch detailliertere Informationen wie z.B. Umsätze und Erträge einzelner Produktlinien notwendig sein, die in der veröffentlichten Spartenrechnung nicht gesondert ausgewiesen werden.

– *Rechtliche Risiken*

Rechtliche Risiken wie insbesondere das Schadenspotenzial pendenter Rechtsverfahren, die Möglichkeit der Kündigung wichtiger Verträge oder des Entzugs von wesentlichen Bewilligungen können für die Beurteilung einer Gesellschaft von grosser Bedeutung sein. Diese Risiken werden aber

häufig nicht in den Rückstellungen der IFRS Rechnung abgebildet, weshalb sie ohne Due Diligence nicht zu erkennen sind[5].

– *Steuerprobleme*

Steuerprobleme wie hängige Steuerverfahren, risikoreiche Strukturen oder aggressive Transfer Pricing Modelle[6] finden meistens auch keinen Niederschlag in den öffentlich zugänglichen Informationen über die Zielgesellschaft. Da die entsprechenden Risiken aber hohe Beträge erreichen können, können sie für die Bewertung einer Gesellschaft von wesentlicher Bedeutung sein und müssen daher in einer Due Diligence analysiert werden[7].

– *Umweltrisiken*

Genau wie rechtliche Risiken werden Umweltrisiken nach IFRS nicht abgebildet, wenn entweder der Betrag der zukünftigen Beanspruchung noch unbekannt ist oder aber das Risiko der Beanspruchung unter 50% liegt. Da je nach Branche derartige Risiken aber relativ gross sein können, haben Anbieter ein entsprechendes Abklärungsbedürfnis in einer Due Diligence.

Welche Informationen im einzelnen Fall für die Bewertung relevant sind, hängt aber nicht nur von der bisherigen Informationstätigkeit der Zielgesellschaft, ihrer Tätigkeit und ihrem Businessmodell ab, sondern auch sehr stark von der Situation des Anbieters selbst. So benötigt ein industrieller Interessent, der über Branchen- und Markterfahrung verfügt, wesentlich weniger Informationen als ein Financial Investor, dem diese Erfahrung fehlt.

Ein direkter Konkurrent der Zielgesellschaft hat aber nicht nur den Vorteil, dass er bereits aus der eigenen Geschäftstätigkeit über viele Informationen der Zielgesellschaft verfügt und aufgrund eigener Daten auch ein Benchmar-

---

5 Gemäss International Financial Reporting Standards (IFRS) müssen Rückstellungen nur für Ansprüche und Prozesse mit einem Verlustrisiko von über 50% gebildet werden. Für die Bewertung kann aber auch ein Anspruch bzw. ein Prozess mit geringerem Verlustrisiko wesentlich sein, wenn die absolute Summe, die auf dem Spiel steht, sehr hoch ist.

6 Auch in diesem Bereich ist nach IFRS keine Rückstellung notwendig, wenn das Risiko einer Inanspruchnahme unter 50% liegt.

7 Das Problem aggressiver Steuerstrukturen ist vor allem dann latent vorhanden, wenn eine Gesellschaft eine unüblich tiefe Steuerquote ausweist.

king vornehmen kann; wegen der späteren Integration der Zielgesellschaft in das eigene Unternehmen benötigt er auch kaum Informationen bezüglich der zukünftigen Strategie und des Businessplans der Zielgesellschaft. Ein Financial Investor hingegen ist gerade darauf angewiesen, die Strategie für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens zu bewerten, um das Wertpotenzial der Zielgesellschaft zu eruieren.

Der Anbieter benötigt die öffentlich nicht zugänglichen Informationen nicht nur, um allfällige Risiken zu erkennen, sondern vor allem auch um das Wertpotenzial der Zielgesellschaft auszuloten und um auf diese Weise die mögliche Prämie, die über den Börsenwert hinaus bezahlt werden kann, zu definieren. Der Börsenkurs widerspiegelt nach der Efficient Market Theorie bereits sämtliche öffentlich verfügbaren positiven und negativen Informationen über die Gesellschaft. In dieser Situation muss der Anbieter im Normalfall zusätzliche Informationen haben, um die Prämie zu rechtfertigen, die er bei seinem Angebot über den Börsenkurs hinaus bezahlt bzw. um sicherzustellen, dass seine Annahmen über das Wertsteigerungspotenzial, das sich aus einer Integration in das eigene Unternehmen oder einer stärker auf Fremdkapital ausgerichtete Finanzierung ergeben kann, richtig sind. Zudem muss er auch sicher sein, dass keine Risiken vorhanden sind, die das Wertsteigerungspotenzial zunichte machen können.

c) Angebot ohne Due Diligence?

Wenn ein potentieller Anbieter keine Due Diligence durchführen kann und daher nicht über die oben dargestellten Informationen verfügt, muss er bei der Kalkulation seines Angebotes immer einen Risikoabzug vornehmen, was in einem entsprechend tieferen Angebotspreis resultiert. Will sich ein Anbieter durch Risikoabzüge vollumfänglich schützen, kann dies dazu führen, dass der Preis so stark reduziert wird, dass er für die Publikumsaktionäre gar nicht mehr attraktiv ist und sein Angebot daher entsprechend erfolglos bleibt. Unabhängig von diesem Problem ist es aber vielen Anbietern aus Risikoüberlegungen gar nicht möglich, ein öffentliches Angebot ohne Due Diligence zu unterbreiten. Mit einem derartigen Angebot würden die Organe ihre Sorgfaltspflicht verletzen und haftbar werden, wenn sich später herausstellt, dass die Zielgesellschaft bewertungsrelevante Probleme aufweist, die bei einer

Due Diligence entdeckt worden wären[8]. Bei vielen Private Equity-Funds wird dieses Sorgfaltserfordernis sogar in den Investment Guidelines als Vorbedingung für eine Akquisition festgehalten, so dass die Durchführung einer Due Diligence unabdingbare Voraussetzung für ein Angebot ist. Selbst wenn ein Anbieter bereit wäre, das Risiko einer Übernahme ohne Due Diligence auf sich zu nehmen[9], ist es häufig nicht möglich, eine vernünftige Finanzierung zu finden, ohne den Banken bzw. übrigen Kreditgebern einen Due Diligence-Bericht vorzulegen[10].

Da viele Anbieter aus den oben dargestellten Gründen auf die Durchführung einer Due Diligence in der einen oder anderen Form angewiesen sind, erweist sich die Verweigerung einer Due Diligence für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft als eine relativ einfache Möglichkeit, um Angebote zu verhindern bzw. abzuwehren. Durch seine Kontrolle über die nicht öffentlich bekannten Informationen der Gesellschaft wird er damit automatisch zum „Gate Keeper" für Übernahmeangebote. Ein Anbieter muss mit dem Verwaltungsrat notgedrungen über die Bedingungen des Angebotes und die Zukunft der Zielgesellschaft nach der Übernahme sprechen bzw. verhandeln, wenn er Zugang zu einer Due Diligence erhalten will.

Stellt ein Anbieter nach Vollzug seines Angebotes fest, dass die Zielgesellschaft nicht seinen Vorstellungen entspricht bzw. schwere Mängel aufweist, so kann er gegenüber den Aktionären, die sein Angebot angenommen haben, keine Ansprüche aus Gewährleistung oder Grundlagenirrtum geltend machen[11]. Gewährleistungsansprüche sind ausgeschlossen, weil das öffentliche Angebot gemäss der abschliessenden Regelung des Angebotsinhaltes in Art. 17 ff. der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote UEV-UEK keine Zusicherung vorsehen kann und die gesetzliche Gewährleistung bei Aktienkäufen vom Bundesgericht praktisch auf die

---

8 TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 79; ISLER, Sorgfalt, 6; WATTER, BSK N 9 zu Art. 717 OR; TSCHÄNI/DIEM, Übernahmekämpfe, 57.

9 Beispiel für ein derartiges Vorgehen ist die erste Übernahmeofferte der Hexagon AB für Leica Geosystems AG im Jahr 2005, die Hexagon aufgrund von Branchenkenntnissen ohne Due Diligence vorlegte.

10 GERHARD, 216.

11 Vgl. TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 83; FOTIOU, 110 ff.

Rechtsgewährleistung beschränkt worden ist[12]. Die Berufung auf Grundlagenirrtum ist m.E. ausgeschlossen, weil der Anbieter bei einem öffentlichen Angebot ohne Durchführung einer Due Diligence das Risiko einer Differenz zwischen seiner Vorstellung über die Zielgesellschaft und ihrem tatsächlichen Zustand bewusst in Kauf nimmt und dieses Risiko daher nicht durch Geltendmachung eines Willensmangels auf die Verkäufer zurück überwälzen kann. Ausserdem dürfte die Rückabwicklung auch praktisch kaum durchführbar sein, da der Anbieter die Aktionäre, die ihre Aktien beim Vollzug des Angebotes über das Bankensystem eingeliefert haben, nicht kennt. Bei dieser Sachlage kann sich der Anbieter letztlich nur durch eine sorgfältige Due Diligence vor Überraschungen absichern. Er hat deshalb bei öffentlichen Übernahmen mindestens aus Sicht der Risikoüberwälzung – bzw. der fehlenden Möglichkeit einer derartigen Überwälzung – ein noch stärkeres Interesse an der Durchführung einer Due Diligence als bei privat ausgehandelten Unternehmenskäufen, bei denen sich der Käufer normalerweise durch vertragliche Zusicherungen vor derartigen Risiken schützen und sich notfalls auch auf Grundlagenirrtum berufen kann.

Die Erfahrung zeigt, dass Angebote ohne Due Diligence normalerweise nur von Unternehmen gemacht werden, die als Konkurrenten in der gleichen Branche wie die Zielgesellschaft tätig sind. Diese Anbieter verfügen über vertiefte Kenntnisse bezüglich Tätigkeit und Umfeld der Zielgesellschaft und können bei einer Integration der Zielgesellschaft in das eigene Unternehmen mit hohen Synergiegewinnen rechnen. Daher sind sie in der Lage, auch nach entsprechenden Risikoabzügen eine Prämie über den Börsenkurs hinaus anzubieten[13].

[12] BGE 107 II 422; WATTER, Unternehmensübernahmen, 149; SCHENKER, 251 f. m.w.H.

[13] Vgl. z.B. das erste Angebot von Hexagon AB für Leica Geosystems AG vom 27. Juni 2005: Hexagon war wenigstens teilweise im gleichen Bereich tätig wie Leica und hatte klare Pläne, wie sie Leica in das eigene Unternehmen integrieren würde; das erste Angebot vom 6. November 2006 von CVC/FERD für SIG: die Tochtergesellschaft Elopak von FERD war direkte Konkurrentin von SIG und hatte praktisch alle für die Bewertung notwendigen Informationen.

2. Die Position der Zielgesellschaft gegenüber einer Due Diligence

a) Keine Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Gewährung einer Due Diligence

Die nicht öffentlichen Informationen, die eine Zielgesellschaft bei einer Due Diligence im Rahmen der oben dargestellten Bedürfnisse des Anbieters offen legen sollte, sind im Allgemeinen Geschäftsgeheimnisse der Zielgesellschaft, die diese bewusst geheim hält. Die Zielgesellschaft hat weder aus aktienrechtlicher noch aus börsenrechtlicher Sicht eine Verpflichtung, einem Anbieter, der ein Angebot oder eine Voranmeldung publiziert hat bzw. ein Angebot in Aussicht stellt, diese Informationen zu offenbaren, sondern kann auch in einer derartigen Situation an der Geheimhaltung festhalten[14].

Eine Verpflichtung zur Due Diligence kann sich allerdings aus dem unter Ziff. III.1. dargestellten Gebot zur Gleichbehandlung konkurrierender Anbieter ergeben oder wenn die Zielgesellschaft öffentlich mitteilt, dass sie Anbieter zu einer Due Diligence zulässt.[15]

b) Der Entscheid über die Gewährung der Due Diligence als unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates

Da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aufgrund seiner Stellung als oberstes Exekutivorgan der Zielgesellschaft auch über deren Geschäftsgeheimnisse verfügen kann, liegt die Entscheidung über die Durchführung einer Due Diligence grundsätzlich beim Verwaltungsrat der Zielgesellschaft.

Der Entscheid über die Ablehnung oder Unterstützung eines Angebotes d.h. über die Frage, ob die Zielgesellschaft wirtschaftlich selbständig ihre eigene Strategie weiterverfolgen oder sich im Rahmen einer Übernahme in eine andere Gesellschaft eingliedern soll, ist eine Kernfrage der Unternehmensstrategie. Da die Festlegung der Unternehmensstrategie gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR in den Bereich der unentziehbaren und unübertragbaren

[14] Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E. 5.2.2.1); Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E. 2.11.3); Empfehlung der UEK vom 25. Juli 2003 i.S. EIC (E. 1.3); MARGIOTTA, 231; VON DER CRONE, Grundsätze, 14.

[15] Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E. 5.2.2).

Kompetenzen des Verwaltungsrates gehört[16], muss auch der Entscheid über die Ablehnung bzw. Unterstützung eines Angebotes zu den unentziehbaren und unübertragbaren Komptetenzen des Verwaltungsrates gehören. Dementsprechend darf diese Entscheidung nicht an andere Organe delegiert oder von diesen sonstwie übernommen werden.

Der Entscheid, einem möglichen Anbieter eine Due Diligence zu erlauben, betrifft vordergründig „nur" die Frage, ob gewisse Geschäftsgeheimnisse einem Dritten offengelegt werden. Somit fällt dieser Entscheid bei vordergründiger Betrachtung nicht in den Katalog der gemäss Art. 716a Abs. 1 OR unentziehbaren und unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates. Die Durchführung einer Due Diligence hat aber faktisch eine sehr starke präjudizielle Wirkung bezüglich einer möglichen Übernahme bzw. bezüglich des Entscheids des Verwaltungsrates über Ablehnung oder Unterstützung eines Angebotes. Wird bekannt, dass eine kotierte Gesellschaft einem potentiellen Anbieter eine Due Diligence ermöglicht, so wird das Unternehmen sowohl in den Augen seiner Aktionäre wie auch für potentielle Anbieter zum „Übernahmekandidaten" und wird es je nach Aggressivität der potentiellen Anbieter sehr schwer haben, seine Unabhängigkeit zu wahren[17].Wenn der Verwaltungsrat einmal einer Due Diligence zugestimmt hat, kann er ein späteres Angebot kaum mehr mit der Begründung ablehnen, dass sich das Unternehmen selbständig wesentlich besser entwickeln kann als bei einer Übernahme: Da der Verwaltungsrat mit der Zulassung zur Due Diligence zum Ausdruck gebracht hat, dass für ihn eine Übernahme grundsätzlich möglich ist, würde er seine Glaubwürdigkeit verlieren, wenn er nachher ein Angebot infolge eines grundsätzlichen Entscheides zugunsten der Erhaltung der Selbständigkeit der Zielgesellschaft ablehnen würde. Die faktisch präjudizielle Wirkung des Entscheids über die Due Diligence führt dazu, dass auch ein solcher m.E. bereits zu den unentziehbaren und unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates gehört, da sonst letztlich ein anderes Organ über die Strategie des Unternehmens Entscheide fällt bzw. diese für den Verwaltungsrat festlegt. In der Praxis kann gerade dieser Punkt allerdings zu grossen Konflikten führen, wenn ein CEO oder ein Verwaltungsratsmitglied eigenmächtig eine Due Diligence zulässt oder einem potentiellen Anbieter anderweitig wesentliche Informationen zukommen lässt und so den Verwaltungsrat bezüglich eines Angebotes unter Zugzwang setzt[18].

[16] TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 71.

[17] Typischerweise ziehen Informationen und Gerüchte, dass ein Unternehmen einem potentiellen Anbieter eine Due Diligence gewährt hat „transaktionsorientierte" Investoren an, welche Aktien kaufen und dann den Verwaltungsrat entsprechend unter Druck setzen, um eine Transaktion zu fördern.

c) Die Interessenabwägung des Verwaltungsrates

Richtschnur für den Entscheid des Verwaltungsrates über die Zulassung einer Due Diligence muss gemäss Art. 717 Abs. 1 OR das Interesse der Gesellschaft sein. Dabei muss der Verwaltungsrat aber nicht bloss das Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung der bei einer Due Diligence offenzulegenden Informationen berücksichtigen, sondern wegen der vorne erwähnten präjudiziellen Wirkung des Due Diligence Entscheides bereits einen ersten Grundsatzentscheid über die Selbständigkeit des Unternehmens fällen.

Fordert ein potentieller Anbieter den Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft auf, ihm eine Due Diligence zu gewähren, so muss sich der Verwaltungsrat daher bereits bei einem Entscheid über diese Due Diligence sorgfältig mit der Frage einer möglichen Übernahme und ihrer Auswirkungen auseinandersetzen[19]. Der Verwaltungsrat muss sich daher bei einem derartigen Entscheid zunächst die Frage stellen, ob die Zielgesellschaft allein lebensfähig ist, ob sie eine Strategie verfolgt, welche zu einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes führt und ob sie über die Mittel zur Umsetzung dieser Strategie verfügt. Kommt er zum Schluss, dass die Zielgesellschaft diese Voraussetzungen nicht erfüllt, so ist er zur Wahrung der Interessen des Unternehmens verpflichtet, Übernahmen zu fördern, da sich das Unternehmen offensichtlich nicht aus eigener Kraft entwickeln und keinen Wertzuwachs für die Aktionäre erreichen kann[20]. In einer derartigen Situation, in der die Zielgesellschaft auf die Unterstützung eines Übernehmers

[18] Ein derartiges Problem entstand beispielsweise bei der Valora AG, wo ein ehemaliger CEO nach Darstellung der Valora offenbar einem potentiellen Übernehmer ohne Wissen des Verwaltungsrates geheime Informationen überliess und auch noch Verhandlungen führte, was nachher zu massiven Übernahmegerüchten um die Valora führte und den Verwaltungsrat entsprechend massiv unter Druck setzte.

[19] Vgl. GERHARD, 219.

[20] Eine derartige Situation tritt nur bei Unternehmen ein, die sich in einer finanziellen oder strategischen Krise befinden.

angewiesen ist, muss der Verwaltungsrat daher jedem seriösen Übernahmeangebot nachgehen und einem potentiellen Anbieter eine Due Diligence ermöglichen, sofern dieser zur Lösung der Probleme der Gesellschaft beitragen kann und über die dafür notwendigen Mittel verfügt.

Kommt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei der Analyse des eigenen Unternehmens dagegen zum Schluss, dass im Interesse des Unternehmens eine Übernahme nicht notwendig ist, da die vom Verwaltungsrat festgelegte Strategie nicht nur zu einer nachhaltigen Wertsteigerung des Unternehmens führt, sondern auch von der Gesellschaft mit ihren eigenen Ressourcen umgesetzt werden kann, so verpflichtet ihn das Unternehmensinteresse nicht dazu, jedem Angebot nachzugehen. Er hat in dieser Situation vielmehr die Interessen des Unternehmens und seiner Stakeholder, die für bzw. gegen eine Übernahme sprechen, abzuwägen und nach dem Resultat dieser Abwägung zu entscheiden, ob er das Angebot unterstützen will oder nicht[21]. Nach der Konzeption des schweizerischen Aktienrechtes ist der Verwaltungsrat bei dieser Interessenabwägung nicht allein den Interessen der Aktionäre an einem möglichst schnellen Verkauf ihrer Aktien zu hohen Kursen verpflichtet[22]. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann neben dem Interesse der Aktionäre an einem hohen Angebot vielmehr auch das Interesse des Unternehmens selbst an der weiteren Verfolgung seiner Strategie, die Interessen der Arbeitnehmer am Weiterbestand ihrer Arbeitsplätze sowie mindestens bei grösseren Unternehmen auch regionale und landesweite volkswirtschaftliche Interessen berücksichtigen[23]. Die Unabhängigkeit einer Publikumsgesellschaft ist grundsätzlich aber kein Selbstzweck, sondern ist nur dann sinnvoll, wenn sie für alle Beteiligten und die Zielgesellschaft zu einem optimalen ökonomischen Resultat führt. Soweit der Wille zur Selbständigkeit aber in den Statuten der Gesellschaft durch entsprechende Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungsklauseln zum Ausdruck kommt, kann der Verwaltungsrat in seiner Interessenabwägung auch diesen Willen zur Unabhängigkeit berücksichtigen[24].

Die Vorgaben des Aktienrechtes, d.h. die Fixierung des Verwaltungsrates auf das Unternehmensinteresse und die Möglichkeit, die Interessen weiterer Stakeholder neben den Aktionären zu berücksichtigen, kontrastiert allerdings stark mit den Vorstellungen der Aktionäre kotierter Gesellschaften. In der wirtschaftlichen Realität betrachten die Aktionäre den Verwaltungsrat ausschliesslich als Vertreter ihrer eigenen, primär finanziellen Interessen. Sie erwarten dementsprechend, dass der Verwaltungsrat alles unternimmt, um ihnen einen möglichst hohen Börsenkurs bzw. ein möglichst günstiges öffentliches Übernahmeangebot zu ermöglichen und nicht auf die Interessen anderer Stakeholder eingeht bzw. aufgrund dieser Interessen sogar ein für die Aktionäre finanziell attraktives Angebot ablehnt. Nimmt der Verwaltungsrat gegenüber einem Übernahmeinteressenten eine Haltung ein, die von dieser finanziell bestimmten Sichtweise der Aktionäre abweicht, so werden die Aktionäre einen Verwaltungsrat häufig massiv unter Druck setzen, wobei dies manchmal auch zum Versuch führt, die betreffenden Verwaltungsratsmitglieder abzuwählen[25].

d) Due Diligence und Gleichbehandlungsprinzip

Entschliesst sich der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft aufgrund der oben dargelegten Gedankengänge bzw. Interessenabwägungen, einem potentiellen Anbieter in einer Due Diligence Informationen offenzulegen, die nicht öffentlich bekannt sind, so stellt die entsprechende Offenlegung potentiell eine Verletzung der Gleichbehandlungspflicht gemäss Art. 717 Abs. 2 OR sowie Art. 72 KR dar, da andere Aktionäre bzw. die Öffentlichkeit die betreffenden Informationen nicht erhalten. Wenn der Verwaltungsrat aufgrund der oben

---

21 TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 76; BAHAR, 153; KRNETA, Rz 1581 ff.; WERLEN, 111 ff.; BÜHLER, 19.

22 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 26; NOBEL, § 11 N 23 ff. m.w.H.; a.M. WATTER, BSK N 16 u. 37 zu Art. 717 OR, der allein auf den Shareholder Value, d.h. auf die Aktionärsinteressen fokussiert. Vgl. zur Diskussion dieser unterschiedlichen Auffassungen FRAUENFELDER, 57 ff.

23 TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 56 f.; ZOBL, 68; WERLEN, 112; vgl. BAHAR, 101 ff.

24 Vgl. WATTER, Unternehmensübernahmen, 334, der allerdings darauf hinweist, dass die Ansicht des Aktionariates wandeln kann. Erfahrungsgemäss ist dieses bei einer Übernahmesituation einem starken Wandel unterworfen: Die bisherigen Aktionäre werden durch transaktionsorientierte Hedge Fonds oder ähnliche Aktionäre ersetzt, die aktiv auf eine Übernahme hinarbeiten.

25 Vgl. die Vorgänge bei SIG im Frühjahr 2006, als Sterling Investments und ein anderer Hedge Funds versuchten, den Verwaltungsratspräsidenten sowie weitere Verwaltungsratsmitglieder, die sich gegen Übernahmeversuche ausgesprochen hatten, abzuwählen.

dargestellten Abwägung der relevanten Interessen zum Schluss gekommen ist, dass ein Angebot im Interesse der Gesellschaft liegt, so kann die Abweichung von der Gleichbehandlung bzw. die Privilegierung des potentiellen Anbieters mit den Interessen der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre an einem Angebot gerechtfertigt werden. Daher ist es dem Verwaltungsrat in einer derartigen Situation möglich, die entsprechenden Informationen dem potentiellen Anbieter ohne Pflichtverletzung offenzulegen, auch wenn diese Informationen anderen Aktionären und dem Publikum nicht zugänglich gemacht werden. Er muss allerdings, wie im Folgenden dargestellt, durch eine geeignete Geheimhaltungsvereinbarung sicherstellen, dass die offengelegten Informationen tatsächlich nur im Rahmen der Ausnahmegründe von der Gleichbehandlung verwendet werden.

e) Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung

Der Verwaltungsrat muss zum Schutz der Interessen der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre bei einer derartigen Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen bzw. öffentlich nicht bekannten Informationen mit dem potentiellen Anbieter eine Geheimhaltungsvereinbarung abschliessen. In dieser muss sich der Anbieter verpflichten, die betreffenden Informationen nur zur Evaluation der Zielgesellschaft und zur Gestaltung eines möglichen Übernahmeangebots zu verwenden, sie Dritten nicht offenzulegen, sowie auf Transaktionen mit den Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft zu verzichten, da er seinen Informationsvorsprung nicht zum Schaden anderer Aktionäre ausnützen darf[26]. Der Abschluss einer derartigen Vereinbarung ist nicht nur notwendig, um die Geheimhaltungsinteressen der Zielgesellschaft zu wahren, er ist letztlich auch Voraussetzung für die Abweichung von der vorher dargestellten Gleichbehandlungspflicht. Eine Ausnahme von dieser Gleichbehandlungspflicht ist nur zulässig, wenn sichergestellt wird, dass die offengelegten Informationen tatsächlich allein zu dem Zweck verwendet werden, zu dem die Ausnahme gewährt wird, d.h. zur Evaluation der geplanten Transaktion und nicht zu weiteren geschäftlichen Zwecken oder gar zum Insiderhandel.

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss sich allerdings bewusst sein, dass eine derartige Geheimhaltungsverpflichtung oft nur beschränkte Wirkung hat. Die Erfahrung zeigt, dass Geheimhaltungsverpflichtungen die Weitergabe von geheimen Informationen an Dritte tatsächlich meist verhindern. Dagegen kann aber mit einer Geheimhaltungsvereinbarung trotz entsprechender Formulierung faktisch kaum vermieden werden, dass ein Konkurrent, der im Hinblick auf ein mögliches Übernahmeangebot zur Due Diligence zugelassen wird, die betreffenden Informationen für sein eigenes Geschäft benützt. Derartige Vertragsverletzungen, zu denen es vor allem dann kommt, wenn der betreffende Konkurrent kein Angebot macht, können erfahrungsgemäss nicht nachgewiesen werden. Diesem Problem kann die Zielgesellschaft letztlich nur dadurch begegnen, dass sie den Umfang der Due Diligence von Anfang an entsprechend einschränkt und jene Geschäftsgeheimnisse, deren Verwendung durch Konkurrenten zu einer massiven Schädigung führen können, nicht offenlegt.

3. Umfang der Due Diligence

a) Zurückhaltung bei der Offenlegung wesentlicher Geschäftsgeheimnisse

Während der potentielle Anbieter aufgrund seiner vorher dargestellten Bedürfnisse eine möglichst umfassende Due Diligence über alle ihn interessierenden Bereiche durchführen möchte, hat die Zielgesellschaft zum Teil konträre Interessen. Sie wird sich zum Zweck der Sicherung der eigenen Geschäftstätigkeit weigern, Informationen und Unterlagen, die vom potentiellen Anbieter im Wettbewerb mit der Zielgesellschaft selbst verwendet werden können, im Rahmen der Due Diligence offenzulegen. Selbst wenn der Anbieter, dem eine Due Diligence gewährt wird, kein direkter Konkurrent ist, sollte die Zielgesellschaft Informationen, die im Konkurrenzverhältnis wesentlich sein können, nicht preisgeben. Denn alle einem Anbieter vorgelegten Informationen müssen gemäss Art. 48 UEV-UEK auch jedem späteren Konkurrenzanbieter zugänglich gemacht werden[27], selbst wenn dieser mit der Zielgesellschaft in direktem Wettbewerb steht und deshalb das Risiko einer zweckwidrigen Verwendung wesentlich grösser ist als beim

[26] Vgl. zu den in Geheimhaltungsvereinbarungen normalerweise auferlegten Pflichten ISLER, Letter of Intent, 5 f.; TAKEI, 58 ff.

[27] Dazu Ziff. III.1. hinten.

Erstanbieter[28]. Aufgrund dieser Gleichbehandlungspflicht sollte die Zielgesellschaft auch bei einem potentiellen Anbieter, bei dem die Gefahr einer missbräuchlichen Verwendung nicht besteht, den Umfang der Due Diligence immer an den Problemen messen, welche durch die Bekanntgabe an Wettbewerber entstehen können. Massstab zur Bestimmung des Umfangs einer Due Diligence muss daher letztlich immer der gefährlichste potentielle Konkurrenzanbieter sein, was dazu führt, dass die meisten Gesellschaften vitale Geschäftsgeheimnisse, wie insbesondere detaillierte Angaben zu Kostenstrukturen, Preise und Rabatte für einzelne Abnehmer, Produktionsgeheimnisse sowie geheimes Know-how aus dem technischen Bereich nicht offenlegen.

b) Beschränkung auf wesentliche Informationen

Bei einer Due Diligence besteht häufig die Tendenz, möglichst viele Informationen auszutauschen. Meistens ist es der potentielle Erwerber, der versucht, den Umfang der Due Diligence immer weiter auszudehnen, um keine relevante Information zu vernachlässigen. Manchmal ist es aber auch der Veräusserer, der durch eine möglichst breite Due Diligence den späteren Vorwurf vermeiden will, dass er Probleme verheimlicht hat.

Bei öffentlichen Angeboten sollte sich die Due Diligence im Interesse aller Beteiligten aber auf die Informationen beschränken, die tatsächlich für die Preisbestimmung und die Gestaltung eines öffentlichen Angebotes wesentlich sind d.h. eine Grössenordnung erreichen, die zu einer Veränderung des Preises oder zur Einführung einer zusätzlichen Bedingung führen können. Da das Transaktionsvolumen öffentlicher Übernahmen im Normalfall hoch ist, kann in diesem Sinne auch die Schwelle für die Offenlegung einzelner Informationen relativ hoch angesetzt werden. Wird die Due Diligence in diesem Sinne beschränkt und werden nebensächliche Informationen konsequent weggelassen, so kann die Due Diligence nicht nur innert nützlicher Frist durchgeführt werden, sondern es ist den Beteiligten auch eher möglich,

[28] Immerhin kann die UEK von dieser Gleichbehandlung bezüglich dem Informationsrecht in begründeten Fällen, wie insbesondere bei einer Konkurrenzsituation zwischen Anbieter und Zielgesellschaft, Ausnahmen gewähren. Die UEK ist bei der Zulassung derartiger Ausnahmen allerdings sehr zurückhaltend, weshalb sich eine Zielgesellschaft nicht auf die Möglichkeit einer Ausnahme verlassen sollte. Dazu im Einzelnen Ziff. III.1.c) hinten.

die Durchführung der Due Diligence und die Vorbereitung des Übernahmeangebotes geheimzuhalten. Je grösser dagegen der Umfang der bei der Due Diligence offengelegten Informationen ist, desto grösser ist im Normalfall auch der Kreis der Personen, die sich bei der Zielgesellschaft und beim Anbieter mit der Due Diligence beschäftigen, was erfahrungsgemäss die Geheimhaltung erschwert. In diesem Sinne ist in den meisten Fällen eine „high level" Due Diligence sinnvoll, bei der sich der Anbieter konsequent auf die wesentlichen Punkte konzentriert.

II. Due Diligence bei feindlichen Übernahmen

Wenn ein Anbieter ein feindliches Angebot unterbreiten will, d.h. ein Angebot, das nicht in Absprache mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft erfolgt und von diesem auch nicht unterstützt wird, hat er, wie oben dargestellt, keinen Anspruch auf Durchführung einer Due Diligence. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann dementsprechend die Gewährung einer Due Diligence verweigern, so dass dem Anbieter nur die öffentlich zugänglichen Informationen offenstehen.

1. Verzicht auf eine Due Diligence

Wird die Due Diligence von der Zielgesellschaft verweigert, so kann ein Anbieter sein Angebot ohne Durchführung einer Due Diligence publizieren und sich bei der Preisbestimmung und Gestaltung des Angebotes allein auf öffentlich erhältliche Informationen abstützen. Wie oben gezeigt, kann ein derartiges Vorgehen allerdings zu Problemen führen. Einerseits kann den Organen des Anbieters mangelnde Sorgfalt vorgeworfen werden, wenn sich später bei der Zielgesellschaft relevante Probleme zeigen, die bei einer normalen Due Diligence entdeckt worden wären. Anderseits ist es ohne Due Diligence oft gar nicht möglich, eine Kreditfinanzierung zu erhalten. Wird dem Mangel an Due Diligence einfach durch entsprechende Risikoabzüge bei der Preisgestaltung Rechnung getragen, so reduziert der Anbieter zwar sein Risiko im Umfang dieser Abzüge, gleichzeitig verliert das Angebot aber an Attraktivität und hat dementsprechend geringere Erfolgschancen.

Die Erfahrung zeigt, dass es normalerweise nur Konkurrenten der Zielgesellschaft wagen, ein Angebot ohne Durchführung einer Due Diligence zu lan-

cieren. Ein Konkurrent hat nicht nur aufgrund seiner eigenen Geschäftstätigkeit die meisten Informationen über die Zielgesellschaft, sondern weist normalerweise auch ein grosses Synergiepotenzial auf. Daher sind die Risikoabzüge, die er vornehmen muss, relativ gering, weshalb der Angebotspreis nicht auf ein Niveau sinkt, das für die Aktionäre der Zielgesellschaft uninteressant ist.

2. Möglichkeiten, in einer feindlichen Situation eine Due Diligence herbeizuführen

Wenn der Verwaltungsrat einem potentiellen Anbieter gegenüber negativ eingestellt ist und deshalb als Teil seiner Abwehrstrategie eine Due Diligence ablehnt, so hat der potentielle Anbieter in der Praxis folgende Möglichkeiten, den Verwaltungsrat unter Druck zu setzen, um eine Due Diligence zu erreichen:

a) „bear hug"

Ein potentieller Anbieter kann dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ein finanziell grosszügiges Angebot für die Zielgesellschaft in Aussicht stellen, dieses aber unter die Bedingung stellen, dass die Gesellschaft eine Due Diligence zulässt. Typischerweise macht der Anbieter den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in einem Schreiben darauf aufmerksam, dass er aufgrund seiner Pflichten gegenüber den Aktionären eine Due Diligence zulassen müsse. Derartige Schreiben werden in der Praxis etwa wie folgt formuliert:

> „... sind wir bereit, ein Angebot in Höhe von CHF ... pro Aktie zu machen, soweit wir im Rahmen einer Due Diligence die in Anhang A aufgeführten Informationen erhalten und diese Due Diligence zu einem aus unserer Sicht befriedigenden Ergebnis führt. Der von uns offerierte Preis liegt 28,4% über dem Durchschnittspreis, den Ihre Aktien in den letzten drei Monaten erzielt haben. In Anbetracht dieser hohen Prämie gehen wir davon aus, dass Sie im Interesse Ihrer Aktionäre auf unsere Vorschläge eingehen und ..."

Wie bereits dargestellt hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nach schweizerischem Recht allerdings keine Verpflichtung, für möglichst hohe Aktienkurse zu sorgen und muss dementsprechend auch keine Angebote Dritter fördern. Der Verwaltungsrat kann sich vielmehr unter Bezugnahme auf die Interessen der Gesellschaft auch dann gegen ein öffentliches Angebot

stellen, wenn dieses für die Aktionäre lukrativ wäre. Daher kann der Verwaltungsrat einer schweizerischen Zielgesellschaft trotz eines finanziell interessanten Angebots die Durchführung einer Due Diligence verweigern und muss nicht auf die entsprechenden Wünsche des potentiellen Anbieters eintreten.

Der Anbieter kann den Druck erhöhen, wenn er damit droht, eine allfällige Weigerung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft öffentlich bekanntzumachen:

> „... Falls Sie uns nicht die Möglichkeit zur gewünschten Due Diligence gewähren, werden wir uns direkt an Ihre Aktionäre wenden, da wir davon ausgehen, dass diese die Vorteile unserer Vorschläge ohne weiteres erkennen und eine ablehnende Haltung des Verwaltungsrates nicht unterstützen werden."

Der Anbieter kann in einer derartigen Situation davon ausgehen, dass die Aktionäre, die von einer derartigen Weigerung erfahren, tatsächlich einen starken Druck auf die Gesellschaft ausüben werden und der Verwaltungsrat bei einer öffentlichen Diskussion dementsprechend überzeugende Argumente für seine Weigerung vorlegen muss[29]. Fühlt sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bezüglich einer derartigen Argumentation unsicher, so kann es tatsächlich gelingen, diesen durch die Drohung mit einer Publikation so stark unter Druck zu setzen, dass er einer Due Diligence zustimmt. Problematisch an diesem Vorgehen ist allerdings, dass sich eine solche Drohung nachteilig für den Anbieter selbst auswirken kann. Die Bekanntgabe der Übernahmeabsicht führt normalerweise dazu, dass die Kurse der Zielgesellschaft direkt auf das Niveau des erwarteten Angebotes ansteigen, was die Kosten einer Übernahme erhöht, da die Marktteilnehmer dann für die Übernahme noch einmal eine Prämie über den erhöhten Börsenkurs hinaus erwarten[30].

---

29 Ein derartiges Vorgehen wählte beispielsweise CVC im Jahr 2006 gegenüber der SIG. CVC drohte nicht nur mit einer entsprechenden Offenlegung, sondern gab auch gewissen Aktionären ihr Angebot direkt bekannt, was dazu führte, dass einige dieser Aktionäre direkt sowie über die Medien Druck auf den Verwaltungsrat der SIG ausübten.

30 Die Preiserhöhung ergibt sich in diesen Fällen zum Teil direkt aus dem Übernahmerecht, da der Mindestpreis für das Angebot gemäss Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK in Verbindung mit Art. 37 ff. der Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission

Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vom Anbieter mit Publikationsdrohungen unter Druck gesetzt wird und dadurch die Überzeugung gewinnt, dass eine Übernahme nicht mehr abgewendet werden kann, so kann dies auch dazu führen, dass er in einer Gegenreaktion bewusst eine Auktion einleitet, um einen möglichst hohen Angebotspreis zu erreichen[31]. Dies führt wiederum tendenziell zu höheren Angebotspreisen und liegt deshalb nicht im Interesse des Anbieters. Die Erfahrung zeigt deshalb, dass ein starkes Druckverhalten des Anbieters gegenüber einem negativ eingestellten Verwaltungsrat der Zielgesellschaft häufig nicht zum gewünschten Ergebnis, sondern zu Gegenreaktionen bzw. Marktreaktionen führt, die den Preis der Zielgesellschaft massiv erhöhen können und damit das Angebot entsprechend erschweren.

b) Bedingte Angebote

Um die Gewährung einer Due Diligence zu erreichen bzw. um den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft unter Druck zu setzen, könnte der Anbieter auch versuchen ein Angebot zu publizieren, das unter der Bedingung steht, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Due Diligence zulässt und diese ein für den Übernehmer befriedigendes Resultat ergibt[32]. Die Übernahmekommission erachtet eine derartige Bedingung aber als unzulässig, da sie die Handlungsautonomie des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft in unlauterer Weise einschränkt bzw. den Verwaltungsrat zu einem Verhalten zwingen kann, das seinen Pflichten als Organ widerspricht[33]: Der Verwaltungsrat muss bei seinem Entscheid über die Due Diligence im Rahmen seines pflichtgemässen Ermessens die Interessen, die aus der Sicht des Unternehmens für oder gegen eine Due Diligence sprechen, abwägen und darf bezüglich einer Due Diligence daher nicht durch eine entsprechende Bedingung unter Zugzwang[34] gesetzt werden[35]. Eine Bedingung, welche darauf abstellt, dass die Due Diligence ein für den Anbieter befriedigendes Ergebnis zeigt, würde im Übrigen gegen Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK verstossen, da die entsprechende Bedingung zu unbestimmt formuliert ist bzw. der Übernehmer in einem derartigen Fall im Sinne einer unzulässigen Potestativbedingung über die Gültigkeit des Angebotes entscheiden könnte.

c) Angebote mit Preiserhöhungsklausel

Grundsätzlich kann ein Anbieter einen Angebotsprospekt bzw. eine Voranmeldung mit Preiserhöhungsklausel publizieren. Dabei wird ein relativ tiefer Preis angeboten und gleichzeitig in Aussicht gestellt, dass dieser erhöht wird, wenn das Unternehmen eine Due Diligence erlaubt, und sich dabei positive Umstände zeigen, die bisher nicht berücksichtigt worden sind bzw. wenn keine übermässigen Risiken auftreten und deshalb die vorsorglich gemachten Abzüge beim endgültigen Angebotspreis nicht notwendig sind. In diesem Sinne hat die MultiPapiers SA in ihrer Voranmeldung vom 7. Juli 2001 für die Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier, folgende Formulierung verwendet:

> „In den vergangen Monaten haben Aktionäre der MultiPapiers SA mit Mitgliedern des Verwaltungsrates der Baumgartner Sondierungsgespräche über eine mögliche Annäherung geführt, welche wahrscheinlich ein wesentlich über Fr. 1'100.– liegendes Angebot an die Aktionäre zur Folge gehabt hätte. Sollte der Verwaltungsrat der Baumgartner vor der Unterbreitung des Angebotes eine Due Diligence-Prüfung zulassen, wird MultiPapiers SA ihr Angebot erhöhen, so-

---

über die Börsen und den Effektenhandel BEHV-EBK bei steigenden Kursen ebenfalls ansteigt.

31 Diese Strategie verfolgte die SIG, nachdem sie von CVC/FERD massiv unter Druck gesetzt worden war, vgl. Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 (Sachverhaltsdarstellung C). Ein ähnliches Verhalten zeigte auch Forbo, vgl. Empfehlung der UEK vom 7. März 2005 i.S. Forbo (Sachverhaltsdarstellung F).

32 Eine derartige Bedingung verwendete z.B. Sumida in ihrer Voranmeldung für die Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 5. Juli 2005 (Bedingung j) und etwas detaillierter formuliert im Angebotsprospekt vom 22. Juli 2005, beides abrufbar über die Homepage der Übernahmekommission www.takeover.ch.

33 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E. 2.11.4); GEHRER, 482; TSCHÄNI/IFFLAND, 150; REUTTER, 160.

34 Letztlich hätte der Verwaltungsrat in einer derartigen Situation ja nur noch die Möglichkeit, entweder entgegen seiner Überzeugung und gegen die Interessen des Unternehmens eine Due Diligence zuzulassen oder aber ein für die Aktionäre der Zielgesellschaft in finanzieller Hinsicht attraktives Angebot zu verhindern.

35 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (E. 2.11.4); REUTTER, 187; MARGIOTTA, 231. Kritisch dazu TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, 160 f., die in der Praxis der UEK eine übermässige Behinderung feindlicher Angebote sehen; diese Kritik überzeugt nicht, da damit letztlich eine weder im Gesetz noch in der Verordnung vorgesehene Pflicht zur Zulassung einer Due Diligence eingeführt würde.

fern die Due Diligence-Prüfung ein zufrieden stellendes Ergebnis bringt."[36]

CVC/FERD verwendete bei ihrem ersten Angebot für die SIG die gleiche Technik, wobei sie den Umfang einer allfälligen Preiserhöhung wie folgt genauer konkretisiert hat[37]:

> „Der Verwaltungsrat der SIG Holding hat mittels einer Pressemitteilung am 24. September 2006 erklärt, dass er der Bieterin die Gelegenheit geben werde, die Akquisition der SIG Holding und ihrer Konzerngesellschaften (zusammen „SIG-Konzern") im Rahmen einer „Due Diligence"-Prüfung sorgfältig zu prüfen. Die Bieterin und die sie kontrollierenden Gesellschaften hatten bisher keinen Zugang zu nicht öffentlichen Informationen bezüglich des SIG-Konzerns. Deshalb war es der Bieterin bislang nicht möglich, den Angebotspreis in Kenntnis aller relevanten Informationen und Umstände festzulegen.
>
> Die Bieterin stellt in Aussicht, den Angebotspreis pro SIG-Aktie bis auf CHF 350.– netto zu erhöhen, sofern die SIG Holding der Bieterin umfangmässig eine „Due Diligence"-Prüfung gemäss dem Schreiben von Ferd SA an den Verwaltungsrat der SIG Holding vom 22. September 2006 (verfügbar auf www.sig.biz) gewährt und die Bieterin gestützt auf die Ergebnisse dieser „Due Diligence"-Prüfung zur Überzeugung gelangt, dass der Angebotspreis keinen fairen Gegenwert für die SIG-Aktien darstellt."

Im Gegensatz zu dem in Ziff. II.2.b) dargestellten bedingten Angebot, macht der Anbieter bei diesem Vorgehen ein unbedingtes Angebot zu einem allerdings relativ tiefen Preis. Von diesem Angebot kann der Anbieter auch dann nicht zurücktreten, wenn er keine Due Diligence durchführen kann bzw. wenn eine allfällige Due Diligence zeigt, dass selbst dieser tiefe Preis zu hoch ist. Nach der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung darf der Anbieter nämlich das Angebot gemäss Art. 15 bzw. 16 UEV-UEK weder zurückziehen noch zu ungunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft ändern.

---

36 Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes der MultiPapiers SA für die Baumgartner Papiers Holding SA vom 7. Juli 2001, abrufbar über die Homepage der Übernahmekommission www.takeover.ch.

37 Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes der Romanshorn AG (CVC/FERD) für die SIG vom 25. September 2006, abrufbar über die Homepage der Übernahmekommission www.takeover.ch.

Die Ankündigung des Anbieters, bei erfolgreicher Durchführung der Due Diligence den Preis zu erhöhen, ist grundsätzlich zulässig, darf aber die in Art. 1 UEV-UEK festgehaltenen Prinzipien von Transparenz und Lauterkeit nicht verletzen. Wenn der Anbieter in einer Voranmeldung bzw. bei einem Angebotsprospekt schon einen höheren Preis angibt und sich nicht damit begnügt, allein auf die Möglichkeit einer Erhöhung hinzuweisen, so muss er konsequenterweise auch die Kriterien festhalten, die zur entsprechenden Preiserhöhung führen. Die Aktionäre der Zielgesellschaft müssen nachvollziehen können, welche Umstände tatsächlich zu einer Preiserhöhung führen[38]. Bei der oben dargestellten Formulierung von CVC/FERD bemängelte die Übernahmekommission daher, dass zwar ein Erhöhungspreis festgehalten wurde, die Kriterien für die Erhöhung aber nicht klar dargestellt worden sind, da einerseits das Kriterium des „fairen Gegenwertes" zu unbestimmt ist und andererseits die Preiserhöhung allein in das Ermessen des Anbieters gestellt wird[39]. Diese Praxis ist m.E. gerechtfertigt, da der Preis eines öffentlichen Angebotes gemäss Art. 21 UEV-UEK im Angebotsprospekt in bestimmter bzw. mindestens bestimmbarer Form wiedergeben werden muss. Diese Pflicht wird dann verletzt, wenn, wie im Falle SIG, ein bestimmter höherer Preis angegeben wird, ohne dass Kriterien für die betreffende Preissteigerung dargelegt werden.

Das Angebot mit Erhöhungsklausel setzt den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zwar tatsächlich unter einen gewissen Druck, eine Due Diligence zuzulassen. Sie hat allerdings für den Anbieter in taktischer Hinsicht auch einige Nachteile. Der Preis der Aktie wird sich sofort auf den höheren Kurs hin bewegen, da die Aktionäre der Zielgesellschaft davon ausgehen, dass dieser Preis vom Anbieter als „richtig" betrachtet wird und dass er letztlich unabhängig von einer Due Diligence diesen Preis bezahlen wird. Damit wird der Börsenkurs der Zielgesellschaft sofort nach Publikation des betreffenden Angebotes über dem unbedingten Angebotspreis liegen, was dazu führt, dass das Angebot, sofern es nicht erhöht wird, nicht erfolgreich sein kann. Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dem Druck nicht nachgibt und eine Due Diligence verwehrt, muss ein derartiges Vorgehen letztlich zum Scheitern verurteilt sein. Zudem setzt dieses Vorgehen den Anbieter selbst unter massiven Druck, den Preis am Ende unabhängig von der Durchführung einer

---

38 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E. 1.2.2.4).

39 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E. 1.2.2.4).

Due Diligence bzw. unabhängig von den Resultaten einer Due Diligence zu erhöhen[40].

d) Voranmeldung mit Due Diligence-Vorbehalt

Gemäss Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK kann ein Anbieter den in der Voranmeldung genannten Preis davon abhängig machen, dass bei der zwischen der Veröffentlichung der Voranmeldung und dem Angebot durchgeführten Due Diligence keine negativen bewertungsrelevanten Tatsachen zu Tage treten[41]. Der definitive Angebotspreis muss in diesem Fall erst im Angebotsprospekt aufgrund der Ergebnisse der Due Diligence definiert werden. Die Zimmer Holdings, Inc. hat in der Voranmeldung ihres Angebotes für die Centerpulse vom 20. Mai 2003 diesen Vorbehalt wie folgt formuliert:

> „Ausserdem behält sich Zimmer das Recht vor, eine Due Diligence Prüfung gemäss Artikel 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 Artikel 9 Abs. 2 der UEV-UEK zur Verfügung stehenden Rechte vor."

Eine Senkung des Preises ist bei einem derartigen Vorbehalt nach dem Wortlaut von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK allerdings nur möglich, wenn diese „sachlich gerechtfertigt" ist, wobei die Übernahmekommission eine Herabsetzung überdies nur erlaubt, wenn diese mit Informationen begründet werden kann, welche der Anbieter vor Durchführung der Due Diligence nicht hatte, und bei Anwendung normaler Aufmerksamkeit auch nicht aus öffentlichen Quellen haben konnte[42]. Damit die Adressaten des Angebotes die Preissenkung nachvollziehen können, verlangt die UEK überdies, dass der Anbieter im Angebotsprospekt, in dem er den definitiven Preis veröffentlicht, im Einzelnen darlegt, welche Erkenntnisse aus der Due Diligence zu einer Herabsetzung des Preises führen und dabei auch das Ausmass der Herabsetzung im Detail quantifiziert und begründet. Der Angebotsprospekt, der diese Begründung enthält, muss gemäss Art. 26 UEV-UEK von der Prüfstelle auf Vollständigkeit und Wahrheit geprüft werden, was eine Plausibilitätsprüfung der Begründung und Berechnung der Preisreduktion beinhaltet[43].

Die oben dargestellte restriktive Praxis der Übernahmekommission bei der Anwendung von Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK kann die Konsequenz haben, dass die Senkung des Angebotspreises nach der Durchführung der Due Diligence nicht in dem vom Anbieter gewünschten Mass möglich ist, weil die in der Due Diligence aufgetauchten Probleme nicht genau quantifiziert werden können. Zu diesem Problem kommt es beispielsweise dann, wenn nicht klar berechenbare „soft factors" wie unsichere Marktpositionen oder schlechte Führungsstrukturen zu einer negativen Beurteilung führen oder bei der Due Diligence eine grössere Anzahl von kleinen und mittleren Problemen auftreten, die einzeln betrachtet noch keine Preisreduktion rechtfertigen, in ihrer Gesamtheit aber das Vertrauen in die Zielgesellschaft so stark erschüttern, dass ein Kauf nur noch zu einem reduzierten Preis sinnvoll ist.

Im Übrigen verschafft ein Vorbehalt im Sinne von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK keinen Anspruch auf die Durchführung einer Due Diligence. Verweigert der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Due Diligence, so kann der Anbieter den Angebotspreis von vornherein nicht senken, da ihm in diesem Fall ja jedwelche Informationen fehlen, die eine Senkung rechtfertigen könn-

---

40 Zu dieser Entwicklung kam es jedenfalls beim oben erwähnten Angebot für die SIG. Der Preis lag unmittelbar nach Publikation der Voranmeldung über CHF 350/Aktie, so dass der Verwaltungsrat der SIG keinen Anlass hatte, CVD/FERD eine Due Diligence zu gewähren, da diese den Angebotspreis ohnehin über CHF 350 hinaus erhöhen musste, wenn sie ihr Angebot zu einem erfolgreichen Abschluss bringen wollte.

41 TSCHÄNI, M&A, 342; TSCHÄNI/IFFLAND, 146 unter Verweis auf eine entsprechende Klausel im Angebot der Multi Papiers SA für die Baumgartner Papiers Holding SA vom 7. Juni 2001.

42 Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse (E. 3.2); TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, 116; ROMERIO, 20 ff.; Die UEK nennt konkret die folgenden Voraussetzungen, damit eine Preisreduktion nach Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK „sachlich gerechtfertigt" ist: Es muss sich um Tatsachen handeln, die neu und wesentlich sind, sowie anlässlich der Due Diligence (d.h. vor Publikation des Angebots) in Erfahrung gebracht wurden, siehe Empfehlung der UEK vom 11. Juni 2003 i.S. Centerpulse (E. 3.2).

43 Wie bei der Prüfung der Anwendung von Art. 10 Abs. 4 UEV-UEK (Anwendung des Grundsatzes der relativen Gleichbehandlung von verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren und Bewertung der unterschiedlichen, mit diesen Kategorien verbundenen Rechte), muss die Prüfungsstelle ihr Ermessen nicht anstelle des Ermessens des Anbieters stellen, sondern kann sich darauf beschränken, zu überprüfen, ob die Berechnung des Anbieters vertretbar ist.

ten[44]. Dies führt dazu, dass ein Vorgehen im Sinne von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK im Rahmen einer feindlichen Übernahme kontraproduktiv ist: Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat keinerlei Anlass, eine derartige Due Diligence zuzulassen, da sie letztlich nur zu einer Preissenkung führen kann. Die Aktionäre der Zielgesellschaft werden dementsprechend auf den Verwaltungsrat auch keinerlei Druck ausüben, da sie von einer Due Diligence keine Vorteile zu erwarten haben.

e) Schlussfolgerung

Ein Vergleich der oben dargestellten Möglichkeiten, im Rahmen eines feindlichen Angebotes eine Due Diligence zu erwirken, zeigt, dass die Mittel des Anbieters beschränkt sind.

Am meisten Erfolg dürfte der Anbieter haben, wenn er in einer Voranmeldung einen tiefen Angebotspreis vorlegt, gleichzeitig aber entweder im Angebot selbst oder in seiner übrigen Kommunikation[45] darlegt, dass er den Angebotspreis erhöhen wird, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft seine ablehnende Haltung aufgibt und den Anbieter zur Due Diligence zulässt[46]. Bei diesem Vorgehen werden die Aktionäre der Zielgesellschaft aller Voraussicht nach auf den Verwaltungsrat Druck ausüben, um ihn zu einer Due Diligence zu bewegen. Um die Probleme zu vermeiden, denen CVC/FERD bei ihrem Angebot für die SIG begegnete[47], empfiehlt es sich, die Möglichkeit der Preiserhöhung nicht in der Voranmeldung selbst, sondern in der übrigen Kommunikation des Anbieters darzustellen. Dies dürfte vor allem möglich sein, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Rahmen seiner Ablehnung geltend macht, dass das Angebot zu tief ist. In

---

44 Dies ergibt sich letztlich aus dem Wortlaut von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK, der davon ausgeht, dass die „Zielgesellschaft Gegenstand einer Due Diligence Review ist".

45 D.h. insbesondere gegenüber einer entsprechenden Kritik an der Höhe des Angebotspreises.

46 Vgl. die Voranmeldung der Multi Papiers SA für die Baumgartner Papiers Holding vom 7. Juni 2001, abrufbar über die Homepage der Übernahmekommission www.takeover.ch.

47 Vgl. dazu II.2.c).

diesem Fall kann der Anbieter mitteilen, dass er sein Angebot allenfalls erhöhen würde, wenn er zur Due Diligence zugelassen wird.

Nachteil dieser Strategie ist natürlich, dass der Anbieter damit dem Markt signalisiert, dass der bisherige Angebotspreis noch nicht der höchstmögliche Preis ist, was dazu führt, dass der Börsenkurs über den bisher bekannt gemachten Angebotspreis steigen und so das Angebot entsprechend teurer wird bzw. der Anbieter faktisch gezwungen wird, sein Angebot unabhängig von einer Due Diligence zu erhöhen, wenn er Erfolg haben will. Überdies hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei einem derartigen Vorgehen zwischen Voranmeldung und Angebot relativ viel Zeit, eine Abwehrstrategie einzuleiten, und kann in dieser Zeit vor allem auch Konkurrenzanbieter suchen. Dieses Problem kann bei einem feindlichen Angebot letztlich aber nur dadurch vermieden werden, dass der Anbieter den Angebotsprozess ohne jede Voranmeldung mit einem definitiven Angebot einleitet und daher nur die kürzestmögliche Angebotsfrist von 20 Börsentagen vorsieht. In diesem Fall muss der Anbieter allerdings zwangsläufig auf eine Due Diligence verzichten.

3. Durchführung einer Due Diligence bei feindlichen Angeboten

Wenn der Anbieter in einer feindlichen Atmosphäre eine Due Diligence durchführt, so ergibt sich aufgrund der ablehnenden Grundhaltung der Zielgesellschaft bzw. ihrer Leitungsorgane eine Situation, die von der Due Diligence bei normalen Unternehmensverkäufen völlig abweicht.

Wird eine Due Diligence von einem verkaufswilligen Verkäufer durchgeführt, so wird dieser das zum Verkauf stehende Unternehmen im Rahmen der Due Diligence so positiv wie möglich darstellen. Aus diesem Grund entsteht bei den Kaufinteressenten in derartigen Situationen häufig der Verdacht, dass die Darstellung von Strategie, Businessplan und Aussichten in den Management Presentations zu optimistisch ist und dass die Risiken dagegen nicht in ihrer vollen Tragweite dargestellt werden.

Bei der Due Diligence, die im Rahmen einer feindlichen Übernahme durchgeführt wird, kann es dagegen zu einer gegenteiligen Reaktion der Zielgesellschaft kommen. Wenn sich die Zielgesellschaft im Rahmen des Übernahmeverfahrens nicht zu einer „Flucht nach vorne" entscheidet und entgegen ihrer bisherigen Ablehnungshaltung versucht, einen möglichst hohen Preis zu erzielen, so werden die Leitungsorgane in der Due Diligence

versuchen, das Unternehmen, seine Aussichten und seine Risiken pessimistisch darzustellen, so dass es für den potentiellen Anbieter kaum einen Grund gibt, eine Prämie über den Börsenkurs hinaus zu bezahlen[48].

Eine derartige Haltung bringt nicht nur den Anbieter, sondern vor allem auch die Banken, die das Übernahmeangebot finanzieren sollen, in eine sehr ungünstige Lage. Wenn sie den Aussagen der Leitungsorgane der Zielgesellschaft in den Management Presentations Glauben schenken, so können sie letztlich kein Angebot machen bzw. finanzieren, das eine genügend hohe Prämie aufweist, um die Aktionäre der Zielgesellschaft zum Verkauf zu bewegen. Macht der Anbieter dagegen ein attraktives Angebot und finanzieren die Banken dieses, weil sie zum Teil über die negative Darstellung in den Management Presentations hinweggehen und der Bewertung eigene, höhere Ertragsschätzungen zugrunde legen, so kommt es später sehr rasch zum Vorwurf der Unsorgfalt, wenn sich die Zielgesellschaft doch eher im Sinne der pessimistischen Darstellung ihrer Leitungsorgane entwickelt.

Die Probleme, die bei einer in einem feindlichen Umfeld erzwungenen Due Diligence entstehen können, zeigen aber vor allem auch, dass eine Due Diligence, die weder vom Verkaufswillen der Organe der Zielgesellschaft, noch von einem Vertrauensverhältnis zwischen Anbieter und Zielgesellschaft getragen wird, wenig sinnvoll ist, und dass bei einer feindlichen Übernahme die vom Anbieter mit einer Due Diligence angestrebten Ziele nur teilweise erfüllt werden können. Der Anbieter wird in einer derartigen Situation zwar einen vernünftigen Überblick über die Risiken der Zielgesellschaft erhalten, er wird die Aussagen zur zukünftigen Entwicklung und zu den „soft factors" aber kritisch werten müssen und daher das Wertpotenzial der Zielgesellschaft allein aufgrund der eigenen Beobachtungen und Analysen abschätzen müssen.

[48] Zum Teil hängt die entsprechende Zurückhaltung der Leitungsorgane der Zielgesellschaft nicht einmal nur mit der grundsätzlichen Ablehnungshaltung zusammen, sondern ist auf eine rationale Risikoabwägung zurückzuführen. Bei einer pessimistischen Darstellung kann den Leitungsorganen nie vorgeworfen werden, dass sie den Anbieter über die Aussichten der Gesellschaft getäuscht hätten, womit sie ihre persönlichen Haftungsrisiken reduzieren können.

III. Due Diligence bei konkurrierenden Angeboten

1. Börsenrechtliche Gleichbehandlungspflicht

Gemäss Art. 30 BEHG müssen die Aktionäre der Zielgesellschaft bei konkurrierenden Angeboten zwischen den einzelnen Angeboten frei wählen können. Um diesen vom Gesetzgeber angestrebten Wettbewerb sicherzustellen und um zwischen den einzelnen Konkurrenzanbietern ein „level playing field"[49] zu schaffen, verpflichtet Art. 48 UEV-UEK die Zielgesellschaft dazu, konkurrierende Anbieter gleich zu behandeln[50]. Die Zielgesellschaft muss im Rahmen dieses Gleichbehandlungsgebotes insbesondere allen Anbietern die gleichen Informationen zur Verfügung stellen[51]. Erlaubt daher eine Zielgesellschaft einem Anbieter vor oder nach Publikation des Angebotes bzw. einer Voranmeldung eine Due Diligence oder legt ihm sonst Informationen und Unterlagen offen, die nicht öffentlich zugänglich sind, so muss sie auch anderen Anbietern, die ein Konkurrenzangebot machen, Einblick in die entsprechenden Dokumente und Informationen gewähren[52].

a) Der persönliche Anwendungsbereich der Gleichbehandlungspflicht

Die Gleichbehandlungspflicht gilt nach dem Wortlaut von Art. 48 UEV-UEK grundsätzlich nur für Anbieter d.h. gemäss der in Art. 47 UEV-UEK enthaltenen Begriffsbestimmung für Personen, die ein Angebot oder eine Vor-

[49] Unter „level playing field" versteht das Bundesgericht den Wettbewerb zwischen Anbietern mit möglichst gleich langen Spiessen, der im Interesse der Anleger ein effizientes und wertmaximierendes Auktionsverfahren gewährleisten soll, BGE 2A.25/2007 (E. 3.1.2); vgl. u.a. auch WATTER/MAIZAR, 9.

[50] Vgl. Empfehlung der UEK vom 2. Juli 2003 i.S. InCentive (E. 2.3); MARGIOTTA/CHABLOZ, 209; WATTER/MAIZAR, 27; TSCHÄNI, Auktionsregel, 423; SCHNYDRIG/VISCHER, 1202.

[51] Vgl. TSCHÄNI/OERTLE, BSK, N 24 zu Art. 29 BEHG; MARGIOTTA/CHABLOZ, 209; WERLEN, 209; BERNET, 310.

[52] TSCHÄNI/OERTLE, BSK, N 4 zu Art. 30 BEHG; WATTER/MAIZAR, 28; MEIER-SCHATZ, Offenlegung, 122; TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 63 f.; vgl. Empfehlung der UEK vom 17. August 2000 i.S. Intersport (E. 1); Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E. 1); Verfügung der EBK vom 15. August 2003 i.S. InCentive (E. 4.2),; kritisch dazu MEIER-SCHATZ/GASSER, Praxis der UEK, 211 f. und VON DER CRONE, Offenlegung, 65 f.

anmeldung veröffentlicht haben[53]. Hat ein potentieller Anbieter weder ein Übernahmeangebot noch eine Voranmeldung publiziert, so kann er sich nicht auf das Gleichbehandlungsgebot berufen und hat dementsprechend nach der Praxis der Übernahmekommission keinen Anspruch auf Informationen[54]. Daher hat ein Zweitanbieter, der das Angebot eines Erstanbieters überbieten möchte, nach der Praxis der Übernahmekommission keine Möglichkeit, von der Zielgesellschaft Informationen zu verlangen, bevor er selbst ein Angebot oder mindestens eine Voranmeldung veröffentlicht. Bei feindlichen Angeboten ist diese Beschränkung normalerweise irrelevant, da die Zielgesellschaft selbst ein grosses Interesse hat, Zweitanbieter zu gewinnen und diesen daher unabhängig vom rechtlichen Anspruch aus eigenem Interesse eine Due Diligence gewährt. Wesentlich problematischer ist es dagegen für einen Zweitanbieter, Zugang zur Due Diligence zu erhalten, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sich entschlossen hat, das Erstangebot zu unterstützen und versucht, Konkurrenzangebote zu vermeiden. Will der Zweitanbieter in einer derartigen Situation einen börsenrechtlichen Anspruch auf Due Diligence geltend machen, so hat er letztlich nur die Möglichkeit, eine Voranmeldung mit einem Preisvorbehalt im Sinne von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK zu machen[55]. Dies ermöglicht es dem Zweitanbieter, sich auf Art. 48 UEV-UEK zu berufen, um eine Due Diligence zu fordern, erlaubt ihm aber gleichzeitig, den Preis zu reduzieren, wenn die Due Diligence Probleme zu Tage fördert[56].

Bei einem derartigen Vorgehen kann der Zweitanbieter zwar eine Due Diligence durchführen, wird dabei aber dennoch deutlich schlechter gestellt als ein Erstanbieter. Dieser hatte bei einem freundlichen Angebot die Möglichkeit, vor der Publikation seines Angebotes bzw. seiner Voranmeldung eine Due Diligence durchzuführen und musste daher die mit der Anwendung von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK verbundenen Risiken nicht eingehen.

Interessant ist, dass die Übernahmekommission zwar – wie oben dargestellt – einen potentiellen Konkurrenzanbieter, d.h. einen Konkurrenzanbieter, der noch kein verbindliches Angebot eingereicht hat, keinen Gleichbehandlungsanspruch im Verhältnis zum Erstanbieter einräumt, gleichzeitig dem Erstanbieter jedoch erlaubt, sich auf den Gleichbehandlungsgrundsatz gemäss Art. 48 UEV-UEK zu berufen, wenn die Gesellschaft einem potentiellen Anbieter Informationen zuleitet, die der Erstanbieter noch nicht hat[57]. Dies führt dazu, dass eine Zielgesellschaft, die als Reaktion auf ein feindliches Erstangebot einen Konkurrenzanbieter sucht und dadurch bewusst Wettbewerb erzeugen will, einem Erstanbieter alle Informationen offen legen muss, die sie den potentiellen Anbietern offengelegt hat, auch wenn diese schlussendlich kein Konkurrenzangebot machen. Diese „einseitige Gleichbehandlung" zugunsten des Erstanbieters ist schon im methodischen Ansatz verfehlt, da Gleichbehandlung immer nur bedeuten kann, dass beide Parteien, die im Rahmen der Gleichbehandlung verglichen werden, auch tatsächlich gleich behandelt werden und nicht, dass nur eine der Parteien d.h. der Erstanbieter sich auf Gleichbehandlung gegenüber dem potentiellen Anbieter berufen kann, der potentielle Anbieter selbst aber keinen derartigen Anspruch hat. In diesem Sinne liegt der Praxis der Übernahmekommission ein unzulässiger Methodendualismus zugrunde, weil ein potentieller Konkurrenzanbieter trotz fehlendem verbindlichen Angebot als Konkurrenzanbieter im Sinne von Art. 47 bzw. 48 UEV-UEK betrachtet wird, wenn er Informationen von der Zielgesellschaft erhält, aber nicht als Konkurrenzanbieter betrachtet wird, wenn er keine Informationen erhält, sondern Informationen fordert. Neben diesem methodischen Mangel hat die Praxis der Übernahmekommission aber auch negative Auswirkungen auf den Wettbewerb, der gemäss Art. 30 BEHG bei öffentlichen Angeboten zugunsten der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft gefördert werden soll:

---

53 WATTER/MAIZAR, 29; SCHNYDRIG/VISCHER, 1202.

54 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E. 1.2.4).

55 Vgl. das Angebot der Zimmer Holdings, Inc. für die Centerpulse vom 20. Mai 2003, dem diese Ausgangslage zugrunde lag. Zimmer Holdings berief sich bei dieser Übernahme aufgrund der Voranmeldung auf Art. 48 UEV-UEK, um eine Due Diligence zu verlangen, machte gleichzeitig aber auch einen Vorbehalt gemäss Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK geltend.

56 Wenn der Konkurrenzanbieter den Preis auf diese Weise unter den Angebotspreis des Erstanbieters senkt, verzichtet er faktisch auf ein Angebot, da ein derartiges Angebot von den Aktionären der Zielgesellschaft nicht angenommen würde; vgl. Ziff. II.2.d) vorne zu den Risiken, die sich aus der restriktiven Praxis der UEK zur Anwendung von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK ergeben können.

57 Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia (E. 2.11.3); Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E. 1.2.4); BGE 2A.25/2007 (E. 3.2).

– *Behinderung der Suche nach „white knights" bei feindlichen Angeboten*

Der einseitige Gleichbehandlungsanspruch des Erstanbieters gegenüber dem Konkurrenzanbieter erschwert gerade in Kombination mit den weitgehenden Offenlegungspflichten, welche die Übernahmekommission aus Art. 34 UEV-UEK ableitet[58], die Suche nach „white knights", da diese immer fürchten müssen, dass der Erstanbieter durch sein Akteneinsichtsrecht ihre Schritte kennt und diesen zuvorkommen kann. Überdies setzt sich die Zielgesellschaft auch dem Risiko aus, dass sie Informationen, die sie potentiellen Zweitanbietern offenlegt, die schlussendlich kein Angebot machen, dennoch dem Erstanbieter offenlegen muss und so dessen Position stärkt.

– *Behinderung von Zweitanbietern bei freundlichen Angeboten*

Der Umstand, dass sich potentielle Zweitanbieter nicht auf das Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 48 UEV-UEK berufen können, verhindert Wettbewerb dort, wo er am notwendigsten ist d.h. bei freundlichen Angeboten. Wenn sich Anbieter und Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf eine Übernahme geeinigt haben, so stellt sich für die Aktionäre der Zielgesellschaft immer die Frage, ob dabei tatsächlich der höchstmögliche Preis vereinbart wurde oder ob die Organe der Zielgesellschaft aus anderen Gründen der Übernahme zu einem tieferen Preis zugestimmt haben. In dieser Situation kann letztlich nur der Wettbewerb d.h. die Konkurrenz zwischen den Anbietern die finanziellen Interessen der Kleinaktionäre wahren. Wenn sich der potentielle Konkurrenzanbieter in einer derartigen Situation nicht auf einen Gleichbehandlungsanspruch berufen kann, so kann es für ihn sehr schwierig werden, ein Konkurrenzangebot zu machen.

Wenn die Übernahmekommission an der Ausdehnung des Anwendungsbereiches von Art. 48 UEV-UEK auf potentielle Übernehmer festhalten will, so

[58] Die Übernahmekommission hat in ihrer Empfehlung vom 14. November 2006 i.S. SIG (E. 1.2.4) von der Zielgesellschaft verlangt, dass sie die Übernahmekommission über jeden einzelnen Kontakt mit potentiellen Konkurrenzanbietern informiert und insbesondere alle Vereinbarungen und alle übermittelten Informationen der Übernahmekommission offenlegt. Die Übernahmekommission hat dabei in Abweichung von der früheren Praxis die Akteneinsicht des Erstanbieters nicht a priori ausgeschlossen, sondern hat von der Zielgesellschaft verlangt, dass sie bei jeder einzelnen Information das Geheimhaltungsinteresse begründet; vgl. zur Kritik an dieser Praxis TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, 57 f. und 244.

muss sie im Sinne der Förderung des Wettbewerbes und zur Vermeidung eines unzulässigen Methodenpluralismus die Gleichbehandlung beidseitig wahren, d.h. einem potentiellen Konkurrenzanbieter, der nicht nur ein Angebot in Aussicht stellt, sondern auch die Finanzierung glaubhaft macht, aus Art. 48 UEV-UEK einen Anspruch auf Due Diligence gewähren. Eine derartige Lösung entspricht nicht nur dem Grundgedanken der Gleichbehandlung, die letztlich immer zweiseitig sein muss, sondern führt auch zu einer Verstärkung des Wettbewerbes bei freundlichen Angeboten, wo dieser für die Aktionäre der Zielgesellschaft am wichtigsten ist. Die Gleichbehandlung potentieller Anbieter entspricht aber auch den hinten dargestellten gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates einer Zielgesellschaft.

Obwohl der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bereits aufgrund des Aktienrechts die Verpflichtung hat, bei einem freundlichen Angebot einen potentiellen Zweitanbieter, der ein attraktives Angebot in Aussicht stellt und die Finanzierung glaubhaft macht, zur Due Diligence zuzulassen, ist die Durchsetzung eines derartigen Anspruches auf börsenrechtlicher Ebene durch die Übernahmekommission sinnvoll und für den Wettbewerb wesentlich. Kommt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft seinen aktienrechtlichen Pflichten nicht nach, so haben die Aktionäre der Zielgesellschaft nur die Möglichkeit, auf zivilrechtlichem Weg vorzugehen, was wegen der Länge des Verfahrens dazu führt, dass die entsprechende Entscheidung das Übernahmeverfahren meist nicht mehr beeinflussen kann. Letztlich kann in einer derartigen Situation nur die Empfehlung der Übernahmekommission basierend auf einen börsenrechtlichen Anspruch zu einer zeitgerechten Lösung führen.

b) Umfang der offenzulegenden Informationen

Der Gleichbehandlungsanspruch bezüglich Informationen ist gemäss der Praxis der Übernahmekommission absolut: Hat die Zielgesellschaft einen Anbieter vor oder nach der Publikation des Angebotes bzw. der Voranmeldung zu einer Due Diligence zugelassen oder ihm anderweitige Informationen offengelegt, die nicht öffentlich zugänglich sind, so muss sie die gleichen Informationen auch jedem Konkurrenzanbieter offenlegen[59], d.h. sie

[59] TSCHÄNI/OERTLE, BSK, N 4 zu Art. 30 BEHG; WATTER/MAIZAR, 28; MEIER-SCHATZ, Offenlegung, 122; TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 63 f.; vgl. Empfehlung der

muss dem Zweitanbieter genau die gleichen Dokumente vorlegen und auch in den Management Presentations die gleichen Informationen abgeben. Die Übernahmekommission legt die Gleichbehandlungspflicht dabei im materiellen Sinne aus, d.h. dem Konkurrenzanbieter sind auch die Informationen offenzulegen, die der Erstanbieter nicht bei der eigentlichen Vorbereitung des Übernahmeangebotes, sondern auf anderem Weg von der Zielgesellschaft erhalten hat. Damit wird z.B. auch die Information erfasst, die der Erstanbieter dadurch erhalten hat, dass ein Organ des Erstanbieters Mitglied des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist und deshalb freien Einblick in die Verwaltungsratsprotokolle und die periodischen Finanzinformationen hatte[60].

c) *Ausnahmen von der Gleichbehandlungspflicht*

Die Übernahmekommission kann von der Gleichbehandlung bezüglich Informationen Ausnahmen gewähren, falls die Zielgesellschaft ein überwiegendes Interesse nachweist, das gegen die Offenlegung bestimmter Informationen an einen Anbieter spricht[61]. Dieses Interesse kann aber dem Zweck von Art. 48 UEV-UEK entsprechend nicht allein darin liegen, dass die Zielgesellschaft bzw. deren Verwaltungsrat einen bestimmten Anbieter favorisiert; es muss sich im Gegenteil um ein sachlich gerechtfertigtes Interesse des Unternehmens selbst handeln, das die Übernahmekommission im Rahmen einer Interessenabwägung gewichtiger betrachtet als das Interesse der Konkurrenzanbieter an der Gleichbehandlung[62]. In diesem Sinne kann eine Ausnahme praktisch nur mit dem Geschäftsgeheimnis der Zielgesellschaft

UEK vom 17. August 2000 i.S. Intersport (E. 1); Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E. 1); Verfügung der EBK vom 15. August 2003 i.S. InCentive (E. 4.2); kritisch dazu MEIER-SCHATZ/GASSER, Praxis der UEK, 211 f. und VON DER CRONE, Offenlegung, 65 f.

60 Vgl. Empfehlung der UEK vom 11. August 2000 i.S. Intersport (E. 2 sowie E. 2.3); Verfügung der EBK vom 19. September 2000 i.S. Intersport (E. 4); WATTER/MAIZAR, 28; WEY/HUBER, 146; VON DER CRONE/IFFLAND/WEY, 117; kritisch dazu TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, 55.

61 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E. 2.3); TSCHÄNI/OERTLE, BSK, N 6 zu Art. 30 BEHG; WATTER/MAIZAR, 28 f.; TSCHÄNI, Auktionsregel, 423; BERNET, 311.

62 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E. 2.3); vgl. TSCHÄNI/OERTLE, BSK, N 6 zu Art. 30 BEHG.

begründet werden, so dass gewisse für das Geschäft sensitive Informationen zwar einem branchenfremden Interessenten, nicht aber einem Konkurrenten der Zielgesellschaft offengelegt werden müssen[63]. In derartigen Situationen liegt der Grund für die Ungleichbehandlung darin, dass der Konkurrenzanbieter die erhaltenen Geschäftsgeheimnisse im eigenen Geschäftsbetrieb verwenden kann, weshalb die Geheimhaltungsverpflichtung nicht genügt, um die Interessen der Zielgesellschaft zu schützen. Zwar wird die Verwendung von Geschäftsgeheimnissen durch den Konkurrenzanbieter selbst normalerweise auch vom Text der Geheimhaltungsverpflichtung erfasst, in der Praxis besteht aber überhaupt keine Möglichkeit, einen derartigen Missbrauch zu verhindern. Daher ist es gerechtfertigt, dass die Übernahmekommission in derartigen Fällen für sensitive Informationen eine Ausnahme erteilt[64].

Problematisch ist m.E. dagegen die von WATTER/MAIZAR[65] vertretene Ansicht, dass einem Konkurrenzanbieter jede Einsicht verwehrt werden kann bzw. dass die Übernahmekommission eine Ausnahme von der Gleichbehandlung gewähren muss, wenn der Erstanbieter bereits "fast" eine Kontrollmehrheit hat, da dann vermutet werden müsste, dass das Begehren um Einsichtnahme nur zur Ausforschung und nicht zur Vorbereitung eines Angebotes dient. Die Höhe der vorbestehenden Beteiligung des Erstanbieters kann im Allgemeinen aber nicht Kriterium für die Ablehnung des Einsichtsrechts sein, da der Konkurrenzanbieter auch dann die Mehrheit erreichen kann, wenn der Erstanbieter „fast" die Kontrollmehrheit hat[66]. Immerhin muss aber keine Einsicht gewährt werden, wenn die Bedingungen, unter die der Konkurrenzanbieter sein Angebot stellt, wegen der Beteiligung des Erstanbieters von vornherein nicht erreicht werden können[67]. In einem derartigen

63 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E. 2.3); MEIER-SCHATZ/GASSER, Praxis der UEK, 212.

64 Vgl. Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (E. 2.3).

65 WATTER/MAIZAR, 28 f.

66 Bietet der Konkurrenzanbieter einen höheren Preis als der Erstanbieter, so wird der Konkurrenzanbieter trotz der Beteiligung des Erstanbieters eine Mehrheit der Aktien erhalten.

67 Eine derartige Situation tritt z.B. ein, wenn der Erstanbieter bereits die Mehrheit der Aktien der Zielgesellschaft hält und der Zweitanbieter sein Angebot unter die Bedingung stellt, dass er die Mehrheit der Aktien erhält.

Fall muss aber gar keine Ausnahme gewährt werden: Da der Konkurrenzanbieter keine ernsthafte Übernahmeabsicht hat, sondern eine unrealistische Bedingung gestellt hat, kann er von Anfang an gar nicht als Anbieter im Sinne von Art. 48 UEV-UEK behandelt werden und hat dementsprechend keinen Anspruch auf Gleichbehandlung bezüglich Information.

d) Überwachung der Gleichbehandlung

Die Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern wird durch die Übernahmekommission im Rahmen ihrer Überwachungstätigkeit im Sinne von Art. 3 Abs. 1 UEV-UEK überprüft. Dementsprechend interveniert die Übernahmekommission bei Anzeigen von Konkurrenzanbietern, die Gleichbehandlung bzw. Zugang zu Informationen fordern und trifft die entsprechenden Anordnungen in Form einer Empfehlung[68].

Soweit die Übernahmekommission die Gleichbehandlung eines Erstanbieters gegenüber potentiellen Konkurrenten durchsetzen will, basiert ihre Intervention normalerweise auf Art. 34 UEV-UEK, der die Zielgesellschaft dazu verpflichtet, sämtliche Abwehrmassnahmen, die sie einsetzen will, im Voraus der Übernahmekommission anzuzeigen[69]. Da diese Anzeigepflicht nach der Praxis der Übernahmekommission jede Handlung der Zielgesellschaft erfasst, die in objektiver Betrachtung den Erfolg eines Übernahmeangebotes verhindern oder erschweren kann, wird auch die Suche nach Konkurrenzanbietern als meldepflichtige Abwehrmassnahme betrachtet[70].

In ihrer neueren Praxis hat die Übernahmekommission die Anzeigepflicht der Zielgesellschaft gerade in Konkurrenzsituationen massiv ausgedehnt und verlangt von einer Zielgesellschaft, welche einen Konkurrenzanbieter sucht, oder eine Auktion durchführt, die laufende Offenlegung sämtlicher Unterlagen und Informationen im Zusammenhang mit diesem Vorgang. So muss die Zielgesellschaft nach Ansicht der Übernahmekommission insbesondere Folgendes vorlegen: die Namen der kontaktierten Drittparteien; die mit diesen abgeschlossenen Geheimhaltungsvereinbarungen und übrigen Verträge; alle Informationen, welche den betroffenen Drittparteien übermittelt werden sowie laufend Informationen über den Stand der Gespräche[71]. Eine derartige laufende Überwachung der Tätigkeit der Zielgesellschaft geht aber über die Anzeigepflicht hinaus, da diese letztlich nur die Mitteilung erfordert, dass die Zielgesellschaft als Abwehrmassnahme einen Konkurrenzanbieter sucht bzw. eine Auktion durchführt. Die detaillierte Information und die laufende Dokumentationspflicht sind zusätzlich auch sachlich verfehlt, da sie die Suche nach Konkurrenzanbietern massiv belastet. Die Zielgesellschaft wie auch mögliche Konkurrenzanbieter werden dabei vor allem durch die Gefahr der Akteneinsicht des Erstanbieters abgeschreckt, da der Erstanbieter auf diese Weise alle Schritte der Zielgesellschaft und des potentiellen Konkurrenzanbieters antizipieren kann[72].

Mit der laufenden Überwachung der Zielgesellschaft schiesst die Übernahmekommission über das gesetzgeberische Ziel hinaus. Da es sich bei der Suche nach einem Konkurrenzanbieter um eine Aktivität der Zielgesellschaft handelt, die nicht nur zulässig ist, sondern auch dem in Art. 30 BEHG formulierten Wettbewerbsgedanken entspricht, sollte durch diese Aktivität nicht sogleich ein Anfangsverdacht einer börsenrechtlich unzulässigen Handlung entstehen. Damit die Zielgesellschaft tatsächlich die Gleichbehandlungspflicht im Sinne von Art. 48 UEV-UEK einhält, genügt es, dass die Zielgesellschaft der Übernahmekommission meldet, dass sie Drittinteressenten sucht und ihr bestätigt, dass sie bei der Abgabe von Informationen bzw. Unterlagen an diese Drittinteressenten das Gleichbehandlungsprinzip einhält. Die Erhebung weiterer Akten ist dagegen nur notwendig, wenn ein konkreter Verdacht auf Ungleichbehandlung besteht. Mit diesem Vorgehen könnten

---

68 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG; Empfehlung der UEK vom 7. August 2000 i.S. Intersport, konkurrierende Angebote (E. 1).

69 BÖCKLI, 721; ZOBL, 68; FRAUENFELDER, 136; WERLEN, 174; HARRIS, 109.

70 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E. 5.3-5.4); Empfehlung der UEK vom 20. Juli 2005 i.S. Leica (E. 1.4.3); Empfehlung der UEK vom 29. März 2001 i.S. Sulzer (E. 1.2); FRAUENFELDER, 188; vgl. BERNET, 302.

71 Empfehlung der UEK vom 14. November 2006 i.S. SIG (Dispositiv); vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, 239. Das Bundesgericht hat diese ausufernde Praxis in BGE 2A.25/2007 (E. 4.1) gestützt, indem es den Standpunkt vertrat, dass die Festlegung der angeforderten Dokumente und Informationen in das „technische Ermessen" der UEK falle, in welches das Bundesgericht nur bei eigentlichen Ermessenfehlern eingreift und dass die Mitwirkungspflicht der Betroffenen im Finanzmarktrecht ohnehin weit auszulegen sei.

72 TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, 58.

einerseits die Vorschriften über die Gleichbehandlung durchgesetzt werden, anderseits würde aber auch der Wettbewerb nicht übermässig behindert.

2. Gesellschaftsrechtliche Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence

Stimmt der Verwaltungsrat einem Angebot eines Erstanbieters zu und empfiehlt den Aktionären dessen Annahme, so wird er normalerweise darauf verzichten, Konkurrenzanbieter zu suchen[73], was dazu führt, dass die Zielgesellschaft selbst nicht für weiteren Wettbewerb zugunsten ihrer Aktionäre sorgt.

Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sich dazu entschliesst, ein Angebot den Aktionären zur Annahme zu empfehlen, muss er sich dafür einsetzten, dass die Aktionäre bei einer derartigen Übernahme einen möglichst hohen Preis erhalten[74]. Der Verwaltungsrat würde seine Sorgfaltspflicht verletzen, wenn er den Aktionären empfehlen würde, die Aktien einem bestimmten Anbieter zu verkaufen, obwohl ihm bewusst ist, dass der Verkauf zu einem höheren Preis möglich ist[75]. Ein Verwaltungsrat, der entweder bewusst nicht den höchst möglichen Preis anstrebt oder der versucht, Wettbewerb auszuschliessen, um höhere Angebote zu vermeiden, verletzt aber nicht nur seine Sorgfaltspflicht, wenn er die Annahme eines Angebotes empfiehlt, das unter dem möglichen Höchstpreis liegt, sondern auch die Gleichbehandlungspflicht im Sinne von Art. 717 Abs. 2 OR: Indem der Verwaltungsrat durch eine entsprechende Empfehlung bzw. durch die Verhinderung zusätzlicher Angebote die Aktien einem Anbieter zu einem Preis zuhält, der unter dem möglichen Höchstpreis liegt, verschafft er diesem Anbieter einen Vermögensvorteil in Höhe der Differenz zwischen dem tatsächlich bezahlten Preis und diesem Höchstpreis, während er gleichzeitig die entsprechende Differenz den anderen Aktionären entzieht, welche ihre Aktien dem Anbieter verkaufen. Die Herbeiführung einer derartigen Vermögensverschiebung verletzt das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot, da der Verwaltungsrat in dieser Weise die Interessen eines Aktionärs über die Interessen des anderen stellt.

Aufgrund dieser aktienrechtlichen Pflichten muss sich der Verwaltungsrat nicht nur in den Verhandlungen mit dem potentiellen Anbieter für einen möglichst hohen Preis einsetzten, sondern auch Konkurrenzangebote ermöglichen, da diese erfahrungsgemäss zu Preissteigerungen führen[76]. Der Verwaltungsrat hat zwar keine aktive Auktionspflicht[77], er darf aber das Entstehen von Wettbewerb um die Aktien der Zielgesellschaft nicht verhindern und keine Massnahmen treffen, die eine spontane Auktion unter Anbietern verunmöglichen, da er sonst zulasten der Aktionäre den möglichen Verkaufspreis reduzieren würde[78]. Dies führt insbesondere dazu, dass der Verwaltungsrat in einer Transaktionsvereinbarung keine Bestimmungen aufnehmen darf, die Konkurrenzangebote verhindern bzw. erschweren oder eine Due Diligence zugunsten von Konkurrenzanbietern ausschliessen. Der Verwaltungsrat ist in einer derartigen Situation vielmehr verpflichtet, einem potentiellen Anbieter, der ein Übernahmeangebot mit höherem Angebotspreis ankündigt und die Finanzierung glaubhaft machen kann, eine Due Diligence im gleichen Umfang wie dem Erstanbieter zu gewähren. Ansonsten verhindert er ein für die Aktionäre attraktiveres Angebot und würde mit seiner Verkaufsempfehlung für das tiefere Erstangebot seine Sorgfaltspflicht gegenüber den Aktionären verletzen. Aufgrund dieser Verletzung aktienrechtlicher Pflichten könnten die Aktionäre der Zielgesellschaft den Verwaltungsrat für den erlittenen Schaden d.h. die Differenz zwischen den beiden Angeboten gemäss Art. 754 OR verantwortlich machen. Der Anbieter hingegen hat aufgrund der Pflichtverletzung des Verwaltungsrates keine Möglichkeiten rechtlich vorzugehen, da die entsprechenden Sorgfaltspflichten nicht gegenüber dem Anbieter, sondern nur gegenüber den Aktionären bestehen.

---

73 Dies wird typischerweise auch in entsprechenden Transaktionsvereinbarungen festgehalten.

74 BAHAR, 153 f.

75 Ist der Verwaltungsrat der Ansicht, dass ein tieferes Angebot aus Gründen, die im Interesse des Unternehmens bzw. seiner Stakeholder liegen, einem höheren Angebot vorzuziehen ist, so muss er dies in seiner Empfehlung zum Ausdruck bringen und auch offen legen, dass höhere Angebote möglich sind, so dass die Aktionäre die vom Verwaltungsrat vorgebrachten Gründe abwägen können.

76 BÖCKLI, Aktienrecht, 712.

77 WATTER/MAIZAR, 25; GLATTHAAR, 171, Empfehlung der UEK vom 5. März 2007 i.S. SIG (E. 2.2.1).

78 Vgl. BÖCKLI, 712; MEIER-SCHATZ, Regulierungskommission, 191 f.; SCHNYDRIG/VISCHER, 1198.

Ein potentieller Anbieter kann den Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft, der sich entgegen seinen Pflichten weigert, eine Due Diligence zuzulassen, aber sehr einfach unter Druck setzen, indem er seine Absicht, ein Konkurrenzangebot zu lancieren und die Weigerung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft, eine Due Diligence zu erlauben, öffentliche bekanntmacht. In einer derartigen Situation werden die Aktionäre der Zielgesellschaft massiven Druck auf den Verwaltungsrat ausüben. Zusätzlich wird aber auch der Börsenkurs in Erwartung des Zweitangebotes sofort über den Angebotspreis des Erstanbieters steigen, so dass dessen Angebot faktisch blockiert wird, was den Druck auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft noch einmal erhöht.

Die Erfahrung zeigt, dass die Verwaltungsräte von Zielgesellschaften bei freundlichen Übernahmen ihren aktienrechtlichen Pflichten nachkommen. Zielgesellschaften erlauben heute im Allgemeinen potentiellen Konkurrenzanbietern eine Due Diligence, wenn diese einen Finanzierungsnachweis vorlegen können, da sich kein Verwaltungsrat den Vorwürfen bzw. Ansprüchen der Aktionäre aussetzen will[79].

3. Durchführung der Due Diligence

Im Hinblick auf die Gleichbehandlungspflichten der Zielgesellschaft muss bei jeder Due Diligence, die im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot durchgeführt wird, der Informationsfluss genau protokolliert werden, damit nachvollziehbar ist, welche Dokumente zur Verfügung gestellt und welche zusätzlichen Informationen in den Management Presentations abgegeben wurden. Dies ist Voraussetzung dafür, dass die Zielgesellschaft beim Auftreten von Konkurrenzanbietern nachweisen kann, dass sie tatsächlich ihrer Gleichbehandlungspflicht nachkommt[80]. Bezüglich den in der Due Diligence offengelegten Dokumenten kann dieser Beweis am besten dadurch

---

79 Typischerweise wird in den Transaktionsvereinbarungen zwischen Zielgesellschaft und Erstanbieter auch meist ausdrücklich vorgesehen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einem seriösen potentiellen Zweitanbieter eine Due Diligence gewähren kann und dass er bei einem höheren Angebot eines Zweitanbieters seine Unterstützung des Erstangebotes zurückziehen kann.

80 Zur Gleichbehandlungspflicht Ziff. III.1; nach der Praxis der Übernahmekommission muss die Zielgesellschaft in einer Konkurrenzsituation nachweisen, dass sie ihrer Gleichbehandlungspflicht nachgekommen ist, indem sie detailliert offenlegt, welche Informationen sie dem Erstanbieter abgegeben hat.

sichergestellt werden, dass die Due Diligence mit einem elektronischen Datenraum durchgeführt wird, deren Dokumentenumfang mittels der Datenbank des Providers nachgewiesen werden kann[81].

Literaturverzeichnis

BAHAR RASHID, Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions – une approche systématique, Diss. Genf, Genf/Zürich/ Basel 2004.

BERNET ROBERT, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz, Diss. Basel, Bern 1998.

BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004.

BÜHLER CHRISTOPH B., Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach schweizerischem Gesellschaftsrecht und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU, Zürich 2003.

FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

FOTIOU GEORGIA, Informationsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. Zürich, München 2004.

FRAUENFELDER JRENA, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Diss. Zürich, Zürich 2001.

GEHRER CAROLE LEA, Abwehrmassnahmen bei unfreundlichen Übernahmeversuchen, ST 2002, 479 ff.

GERHARD FRANK, Das virtuelle Übernahmeangebot, GesKR 2006, 216 ff.

GLATTHAAR MATTHIAS, Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. St. Gallen, Zürich 2007.

HARRIS CHRISTOPHER ANDREW, Informing offeree shareholders: comparative analysis of the circulars issued in England and Switzerland by the offeree board of directors in response to a hostile takeover offer, Diss. St. Gallen 2005.

ISLER PETER R., Letter of Intent, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 1 ff. (zit. ISLER, Letter of Intent).

ISLER PETER R., Sorgfalt und Haftung des Verwaltungsrates, in: WEBER ROLF H. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich 2003, 1 ff. (zit. ISLER, Sorgfalt).

KRNETA GEORG, Praxiskommentar Verwaltungsrat, 2. Aufl., Bern 2005.

MARGIOTTA ADRIANO, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2006, 219 ff.

MARGIOTTA ADRIANO/CHABLOZ ISABELLE, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2005, 199 ff.

81 Dazu im Einzelnen PETRIN, 363 ff.

MEIER-SCHATZ CHRISTIAN, Besprechung des Entscheides der Regulierungskommission, SZW 1995, 190 ff. (zit. MEIER-SCHATZ, Regulierungskommission).

MEIER-SCHATZ CHRISTIAN, Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: MEIER-SCHATZ CHRISTIAN (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996, 39 ff. (zit. MEIER-SCHATZ, Offenlegung).

MEIER-SCHATZ CHRISTIAN/GASSER URS, Analyse der Praxis der UEK, in: WEBER ROLF H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, 139 ff. (zit. MEIER-SCHATZ/GASSER, Praxis der UEK).

NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Bern 2004.

PETRIN MARTIN, Der elektronische Datenraum, AJP 2007, 363 ff.

REUTTER THOMAS, Das bedingte Übernahmeangebot, Diss. St. Gallen, Zürich 2002.

ROMERIO FLAVIO, Öffentliche Übernahmeangebote aus der Sicht des Rechtsberaters, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 17 ff.

SCHENKER URS, Risiko-Allokation und Gewährleistung beim Unternehmenskauf in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 239 ff.

SCHNYDRIG ANDRIN/VISCHER MARKUS, Die Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 1192 ff.

TAKEI NAOKI, Inhalt und Rechtsfolgen von Geheimhaltevereinbarungen, SJZ 2007, 57 ff.

TSCHÄNI RUDOLF, M&A Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003 (zit. TSCHÄNI, M&A).

TSCHÄNI RUDOLF, Tragweite und Auswirkung der sog. Auktionsregel bei konkurrierenden öffentlichen Übernahmeangeboten, in: VON DER CRONE HANS CASPAR/FORSTMOSER PETER/WEBER ROLF H./ZÄCH ROGER (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechtes, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2004, 419 ff. (zit. TSCHÄNI, Auktionsregel).

TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005 (zit. TSCHÄNI/DIEM, Pflichten).

TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS JAKOB, Übernahmekämpfe, GesKR 2006, 54 ff. (zit. TSCHÄNI/DIEM, Übernahmekämpfe).

TSCHÄNI ROBERT/OERTLE MATTHIAS, Kommentar zu Art. 29 und 30 BEHG, in: WATTER ROLF/VOGT NEDIM PETER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz (BEHG), Basel 2007.

TSCHÄNI RUDOLF/IFFLAND JACQUES, Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, 121 ff.

TSCHÄNI RUDOLF/IFFLAND JACQUES/DIEM HANS-JAKOB, Öffentliche Kaufangebote, Zürich 2007.

VON DER CRONE HANS CASPAR, Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: ZOBL DIETER (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechtes, SSBR 37, Zürich 1996, 37 ff. (zit. VON DER CRONE, Offenlegung).

VON DER CRONE HANS CASPAR, Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 1 ff. (zit. VON DER CRONE, Grundsätze).

VON DER CRONE HANS CASPAR/IFFLAND JACQUES/WEY RENATE, Aktuelle Fragen des Übernahmerechtes, in: NOBEL PETER (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 2001, 105 ff.

WATTER ROLF, Unternehmensübernahmen, Zürich 1990 (zit. WATTER, Unternehmensübernahmen).

WATTER ROLF, Kommentar zu Art. 717 OR, in: HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM PETER/WATTER ROLF (Hrsg.), Basler Kommentar (BSK) Obligationenrecht II, Basel 2002.

WATTER ROLF/MAIZAR KARIM, Konkurrierende Übernahmeangebote, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 1 ff.

WERLEN STEPHAN, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. Zürich, Zürich 2001.

WEY RENATE/HUBER LUKAS, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2001, 144 ff.

ZOBL DIETER, Rechtsstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten, SZW Sondernummer, 1997, 62 ff.