Urs Schenker*

Der Kampf um Charter International PLC

Inhaltsübersicht

I. Der Ablauf der Transaktion
II. Taktische Gesichtspunkte
III. Schweizerisches Recht
1. Öffentliche Absichtserklärung
2. Weigerung, eine Due Diligence durchzuführen
3. «Put up or shut up»
4. White Knight
5. Rückzug eines Angebotes
6. Was wäre in der Schweiz anders gelaufen?

Der Bieterwettbewerb, der seit Juni dieses Jahres um Charter International PLC stattfand, ist ein Lehrbuchfall des Kampfs um die Kontrolle eines Unternehmens, das für potentielle Bieter interessant geworden ist, weil seine Börsenbewertung aufgrund temporärer Schwierigkeiten stark zurückgegangen ist.

I. Der Ablauf der Transaktion

Am 20. Juni 2011 veröffentlichte Charter International PLC, eine Herstellerin von Schweissgeräten und -materialien, ein «Trading Update», das eine deutliche Gewinnwarnung enthielt, da Margen und Umsätze in einem Unternehmensbereich zurückgegangen waren. Einige Tage später gab der CEO der Gesellschaft seinen sofortigen Rücktritt bekannt, was im Markt Gerüchte darüber auslöste, dass er wegen ungenügender Leistung vom Verwaltungsrat entlassen worden sei. Diese Vorfälle führten zu einem scharfen Kursrückgang der Aktie. Der Kurs, der einige Wochen vorher noch bei über 800 GBp gelegen hatte, sank um 25 % auf ein Jahrestief von 516 GBp.

Bereits am 28. Juni 2011 kontaktierte Melrose PLC, eine Gesellschaft, die auf die Übernahme von Turnaround-Kandidaten im Engineering und Industriebereich spezialisiert ist, den Verwaltungsrat der Charter International PLC und stellte ein Angebot in Höhe von 780 GBp in Aussicht, falls eine Due Diligence die Annahmen bestätigte, auf der diese Bewertung beruhte. Melrose PLC teilte öffentlich mit, dass es zu diesem Kontakt gekommen war, was zu einem Kursanstieg führte. Am 30. Juni 2011 lehnte der Verwaltungsrat der Charter International PLC dieses Angebot ab und teilte mit, dass bei derartigen Preisvorstellungen keine Verhandlungen geführt und keine Due Diligence erlaubt würde. Das Angebot wurde in der entsprechenden Medienmitteilung als «*highly opportunistic*» bezeichnet, wobei sich der Verwaltungsrat auch auf den Standpunkt stellte, dass der Wert der Gesellschaft wesentlich höher sei. Melrose PLC teilte darauf mit, dass sie über das Verhalten des Verwaltungsrates der Charter International PLC enttäuscht sei, und machte Mitte Juli publik, dass sie bereit wäre, einen Angebotspreis von 840 GBp in Betracht zu ziehen, wenn sie eine Due Diligence durchführen könne. Auch dieses Angebot wurde vom Verwaltungsrat der Charter International PLC zurückgewiesen. Dies führte nun aber offensichtlich zu Interventionen grosser Investoren, die vom Verwaltungsrat eine «konstruktive» Haltung gegenüber Angeboten forderten. Überdies begann sich in dieser Zeit auch das Aktionariat der Charter International PLC zu ändern; Fonds, die im Bereich der M&A Arbitrage tätig waren und andere Investoren, die in Übernahmesituationen investierten, begannen grössere Positionen von Aktien der Gesellschaft zu kaufen, was den Druck auf den Verwaltungsrat der Charter International PLC noch einmal erhöhte. Um diesem Druck entgegenzutreten, begann Charter International PLC in dieser Zeit, einen «White Knight» zu suchen und beantragte beim Takeover Panel eine «Put up or shut up» Verfügung[1]. Das Takeover Panel erliess darauf am 11. August 2011 eine derartige Verfügung,

* Partner bei Baker & McKenzie Zurich. Die Anwaltskanzlei des Autors hat keine der Parteien beraten; die Angaben zum Sachverhalt basieren allein auf öffentlich zugänglichen Informationen; im Wesentlichen auf den Media Announcements von Charter International PLC, Melrose PLC und des UK Takeover Panels. Der Autor bedankt sich bei MLaw David Buser, Associate bei Baker & McKenzie Zurich, für die Unterstützung und kritische Durchsicht dieses Artikels.

[1] Vgl. Rule 2.4 des britischen Takeover Code (http://www.thetakeoverpanel.org.uk).

in der es verlangte, dass Melrose PLC bis zum 6. September 2011 entweder eine verbindliche Voranmeldung eines öffentlichen Angebotes veröffentlichen oder die Mitteilung publizieren müsse, sie werde keine Offerte machen. Für den Fall einer Verzichtserklärung wurde festgehalten, dass Melrose PLC während der folgenden sechs Monate kein Angebot für Charter International PLC machen dürfe. Charter International PLC erhöhte den Druck auf Melrose PLC am 23. August 2011 noch einmal, indem sie nun Gerüchte bestätigte, dass der Verwaltungsrat mit einem noch ungenannten Konkurrenzanbieter verhandeln würde.

Die Reaktion von Melrose PLC blieb nicht aus. Am 1. September 2011 teilte Melrose PLC mit, sie beabsichtige, ein Angebot in Höhe von 850 GBp zu machen und zudem die Zahlung einer Interimsdividende von 8 GBp zu erlauben. Dies war wiederum nur eine unverbindliche Absichtserklärung, die unter dem Vorbehalt einer befriedigenden Due Diligence stand. Charter International PLC teilte im gleichen Zeitpunkt mit, dass sie Melrose PLC eine Due Diligence erlauben würde; beide Parteien beantragten einvernehmlich beim Takeover Panel die Verlängerung der «Put up or shut up»-Frist bis zum 21. September 2011, was vom Takeover Panel auch genehmigt wurde. Am 12. September 2011 hatten die Bemühungen von Charter International PLC um einen Konkurrenzanbieter aber Früchte getragen. Colfax Inc. machte ein Angebot in Höhe von 910 GBp, das vom Verwaltungsrat der Charter International PLC unterstützt wurde. Colfax publizierte eine verbindliche Voranmeldung.

Obwohl grössere Aktionäre, die offenbar Melrose PLC nahe standen, öffentlich mitteilten, dass sie die Offerte von Melrose PLC vorziehen würden, da diese eine teilweise Abgeltung in Aktien der Melrose PLC vorsah und damit ein «Upside Potential» enthielt, stellte Melrose PLC ihre Bemühungen ein. Am 27. September 2011 teilte Melrose PLC mit, dass sie die Due Diligence abgeschlossen hatte, aber auf ein Angebot verzichten würde, da Charter International PLC nicht mehr im Interesse der Aktionäre von Melrose PLC wäre. Hintergrund dieser Reaktion war natürlich, dass ein Angebot den Preis, den Colfax geboten hatte, deutlich überschreiten musste. Überdies hatte der Rückgang der Aktien von Melrose PLC auch dazu geführt, dass für die Übernahme eine höhere Anzahl Aktien der von Melrose PLC hätte geschaffen werden müssen, was die Position der bisherigen Aktionäre der Melrose PLC verwässert hätte.

II. Taktische Gesichtspunkte

Aus dem Bieterkampf um Charter International PLC können einige Lehren gezogen werden, die auch im schweizerischen Umfeld von Interesse sind.

- Eine Gesellschaft, deren Kurs wegen Gewinnwarnungen und Wechsel der obersten Führung einbricht, ist eine ideale Zielscheibe für feindliche öffentliche Angebote. Einerseits macht der tiefe Preis ein Angebot interessant, andererseits deutet ein Zerwürfnis zwischen Verwaltungsrat und Management darauf hin, dass sich das Unternehmen nicht wirklich gegen eine Übernahme wehren wird, da es dem Management in einer derartigen Situation schwer fällt, Strategie und operative Wertsteigerungsmassnahmen klar darzustellen.
- Wenn ein Angebot angekündigt wird, wird es für eine kotierte Gesellschaft mit breit gestreutem Aktionariat extrem schwierig, sich einer Übernahme zu entziehen und ihre Selbständigkeit zu erhalten. Der Druck der Aktionäre wird in derartigen Situationen sehr gross. Dieser Druck wird dadurch verstärkt, dass Beteiligungen von Aktionären erworben werden, die bewusst in Übernahmesituationen investieren und alles unternehmen, um einem Übernehmer zum Durchbruch zu verhelfen bzw. um einen möglichst hohen Übernahmepreis zu erreichen[2]. Dem Verwaltungsrat fehlt es darauf an einer Basis von Aktionären, die bereit sind, ihre Aktien langfristig zu halten. Nach einer Gewinnwarnung und einem Führungswechsel ist es aber meist ohnehin schwierig, Aktionäre zu langfristigen Engagements und zur Ablehnung eines Angebotes zu bewegen[3]. Damit bleibt nur noch die Möglichkeit, einen «White Knight» zu finden, der ein höheres Angebot macht und dem Unternehmen auch andere Vorteile bietet. Mit der Suche nach dem «White Knight» ist letztlich aber auch das Eingeständnis des Verwaltungsrates verbunden, die Eigenständigkeit aufzugeben.
- Eine Zielgesellschaft kann einen Anbieter dadurch, dass sie einerseits eine Due Diligence verweigert, anderseits aber auch eine «Put up or shut up» Verfügung beantragt, unter erheblichen Druck setzen. Einerseits muss der Anbieter innert der gesetzten Frist ein Angebot machen, anderseits kann er ohne Due Diligence oft keine Finanzierung finden und zum Teil nicht einmal die eigenen Organe dazu bringen, eine Offerte zu machen. Dies bedeutet letztlich, dass ein feindlicher Anbieter, der Angebote ankündigt, bereit sein muss, ohne weitere Due Diligence ein verbindliches Angebot zu machen. Im vorliegenden Fall kann man sich aber auch die Frage stellen, ob die Kombination, eine Due Diligence zu verweigern

---

[2] Insbesondere Hedgefonds, die M&A Arbitrage machen oder anderweitig in Übernahmesituationen investieren.

[3] Ein gegenteiliges Beispiel hingegen boten die Geschehnisse um Actelion Ltd. im Frühjahr 2011, wo das Untenehmen von seinen Hauptaktionären Unterstützung erhielt gegen einen Hedgefonds-Aktionär, welcher auf den Verkauf des Unternehmens hinwirkte; für weitergehende Informationen vgl. http://www.actelion.com/en/journalists/medieninformationen.page.

und gleichzeitig eine «Put up or shut up» Verfügung zu beantragen, nicht bereits genügt hätte, um das Angebot abzuwehren. So hätte die Gesellschaft ihre Unabhängigkeit bewahrt, anstatt sie durch Annahme des Angebots eines Drittbieters aufzugeben. Vermutlich übten die Aktionäre einen hohen Druck aus, ein Angebot einzuholen, sodass der Verwaltungsrat sich verpflichtet fühlte, einen «White Knight» zu suchen und mit diesem ein öffentliches Angebot zu vereinbaren.

- Der Erste, der ein öffentliches Angebot ankündigt, gewinnt nicht immer[4]. Insbesondere sind Anbieter limitiert, die in ihrer Investitionsrechnung keine Synergien einbeziehen können und deshalb von Anbietern überboten werden, die in der gleichen Branche wie die Zielgesellschaft tätig sind. Andererseits zeigt dieses Beispiel auch, dass ein Bieter bei der Akquisition von Unternehmen in Turnaround-Situationen eben zum Teil deshalb erfolgreich ist, weil es bei Bieterwettbewerben nicht um jeden Preis mit bietet. Es ist anzunehmen, dass ein Preis von über 910 GBp nach den Berechnungen von Melrose PLC kein vernünftiger Return für die eigenen Aktionäre mehr gebracht hätte.

III. Schweizerisches Recht

Bei diesem Fall stellt sich natürlich die Frage, wie sich die Situation nach schweizerischem Recht gestaltet hätte:

1. Öffentliche Absichtserklärung

Nach schweizerischem Recht ist es möglich, im Rahmen einer Medienmitteilung die unverbindliche Absicht zur Unterbreitung eines Angebots mitzuteilen, ohne dass die Bindungswirkung einer formellen Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV eintritt[5].

2. Weigerung, eine Due Diligence durchzuführen

Eine kotierte Gesellschaft hat weder auf aktien- noch auf börsenrechtlicher Grundlage eine Verpflichtung, einem potentiellen Anbieter eine Due Diligence zu gewähren[6]. Der Verwaltungsrat kann vielmehr in seinem eigenen Ermessen darüber entscheiden, ob und in welchem Umfang eine Due Diligence durchzuführen sei, da eine Verfügung über geheime und vertrauliche Informationen der Gesellschaft in die Geschäftsführungskompetenz des Verwaltungsrates fällt. Richtschnur für seinen Entscheid muss dabei das Interesse der Gesellschaft sein, d.h. ob eine mögliche Übernahme im Interesse der Gesellschaft liegt. Eine Pflicht zur Zulassung einer Due Diligence ergibt sich dementsprechend nur in Sondersituationen: Gemäss Art. 49 UEV hat die Gesellschaft eine Pflicht zur Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern, was sie dazu zwingt, Unternehmen, die eine Voranmeldung oder ein Angebot publiziert haben, auch bezüglich Due Diligence gleich zu behandeln[7]. Diese Pflicht zur Due Diligence hilft den Anbietern normalerweise allerdings nichts, da sie in der Regel eine Due Diligence vor Abgabe eines verbindlichen Angebotes machen wollen, und sie ein Angebot bzw. eine Voranmeldung nicht unter den Vorbehalt einer erfolgreichen Due Diligence stellen können. Nach der Praxis muss ein Anbieter zur Due Diligence zugelassen werden, wenn die Zielgesellschaft öffentlich angekündigt hat, sie lasse – da sie eine öffentliche Auktion durchführen wolle – Übernahmeinteressenten zu einer Due Diligence zu[8]. Da die UEK auch diesen Anspruch auf Anbieter beschränkt, die mindestens eine verbindliche Voranmeldung publiziert haben, hat sie keine praktische Wirkung.

Empfiehlt der Verwaltungsrat den Aktionären eine Offerte allerdings zur Annahme, so kann er sich aus aktienrechtlichen Gründen normalerweise nicht gegen die Forderung nach einer Due Diligence sperren, wenn ein potentieller Drittanbieter ein höheres Angebot in Aussicht stellt, dafür aber eine Due Diligence verlangt.

---

4 Die gleiche Situation gab es in der Schweiz beim Bieterkampf um die SIG; beim Konkurrenzkampf um Leica gewann dagegen der erste Anbieter.

5 Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia Burgess, Sachverhaltsdarstellungen D: Ankündigung der Sumida; Sachverhaltsdarstellung M: Ankündigung von Gatebrook/Johnson. Will der Anbieter eine derartige Mitteilung machen, so muss er allerdings darauf achten, dass die entsprechende Ankündigung klar als Absichtserklärung gekennzeichnet wird, keine Aufforderung zum Verkauf enthält und die Bindungswirkung einer Voranmeldung ausdrücklich ausgeschlossen wird. Andernfalls besteht die Gefahr, dass eine Mitteilung des Anbieters, die alle für eine formelle Vorankündigung notwendigen Elemente enthält, bereits als Voranmeldung interpretiert wird. Vgl. Empfehlung der UEK vom 8. Januar 2007 i.S. Serono (E. 1.2), wo die UEK offen liess, ob eine ausdrücklich mit einem Disclaimer verbundene informelle Medienmitteilung nicht doch als Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV betrachtet werden muss, da die betreffende Meldung nicht nur alle für eine Voranmeldung notwendigen Elemente aufwies, sondern sehr bestimmt formuliert war und daher nicht eine reine Absichtserklärung darstellte.

6 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 Electricity SA (E. 1.2 f.); Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich 2010, N 145; Hans Caspar von der Crone, Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 14; Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 687 m.w.H.

7 Vgl. Henry Peter/Sonja Blaas/Lukas Roos, Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechts: Sneaking Tactics, Level Playing Field und Auktionspflicht, in: SZW 2010, S. 173 ff., 182; Tschäni/Iffland/Diem (FN 6), N 146 ff.

8 Empfehlung der UEK vom 26. Oktober 2006 i.S. SIG (E.5.2).

Mit dem Entscheid für das erste Angebot hat der Verwaltungsrat nämlich zum Ausdruck gebracht, dass ein Angebot grundsätzlich im Interesse des Unternehmens liegt und dass er den Aktionären die Aufgabe ihrer Aktionärsposition empfiehlt. Daher kann er ein höheres Angebot nicht schlechter bewerten und darf durch die Weigerung, eine Due Diligence durchzuführen, dieses nicht verhindern. Rein faktisch kann sich ein potentieller Konkurrenzanbieter in einer derartigen Situation auch dadurch durchsetzen, dass er seine Absicht sowie die Weigerung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft öffentlich mitteilt. Einerseits wird dies zu einem sehr starken Druck der Aktionäre auf den Verwaltungsrat führen, anderseits wird aber auch der Kurs sofort über den Preis des vom Verwaltungsrat empfohlenen Angebotes steigen, sodass dieses chancenlos bleibt, solange die Situation nicht gelöst ist.

3. «Put up or shut up»

Gemäss Art. 53 UEV kann auch in der Schweiz die Übernahmekommission einer Person, die öffentlich bekannt gibt «dass sie die Möglichkeit in Betracht zieht, ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten», d.h. eine oben in Ziff. 3.1 erwähnte unverbindliche Absichtserklärung abgibt, eine Frist ansetzen, in der diese entweder ein öffentliches Angebot publizieren oder öffentlich erklären muss, dass sie während sechs Monaten kein Angebot machen wird[9]. Bisher ist es in der Schweiz noch nicht zu einem derartigen Verfahren gekommen. Nachdem ein derartiges Angebot in Kombination mit der Verweigerung einer Due Diligence aber ein griffiges Abwehrinstrument ist, dürfte dies in Zukunft der Fall sein. Unklar ist, welche Fristen die UEK für ein Angebot ansetzen wird. Der englische Takeover Panel setzt jedenfalls relativ kurze Fristen an[10] – es ist anzunehmen, dass die UEK sich an diesem orientieren wird.

4. White Knight

Auch nach schweizerischem Aktien- und Börsenrecht kann eine Zielgesellschaft einen Konkurrenzanbieter suchen und diesem eine Due Diligence gewähren. Nach den oben in Ziff. 3.2 erwähnten Grundsätzen führt dies nicht zur Verpflichtung, einem potentiellen Anbieter, der unverbindlich ein Angebot in Aussicht gestellt hat, ebenfalls eine Due Diligence zu gewähren. Die Zielgesellschaft muss die Suche nach einem «White Knight» auch nicht öffentlich bekannt geben. Derartige Verhandlungen und die Durchführung einer Due Diligence fallen aber unter die Ad hoc-Pflicht nach Art. 53 des Kotierungsreglementes der SIX Swiss Exchange AG. Eine diesbezügliche Geheimhaltung ist daher nur unter den Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubes nach Art. 54 des Kotierungsreglementes möglich, d.h. insbesondere nur solange, als es der Gesellschaft tatsächlich gelingt, die Verhandlungen mit den potentiellen Drittanbieter geheim zu halten. Falls es im vorliegenden Fall tatsächlich zu einem Leck gekommen ist, wäre die Zielgesellschaft auch nach schweizerischem Recht zu einer Bekanntgabe gezwungen gewesen. Eine derartige Bekanntgabe kann aber auch als taktisches Element verwendet werden. Sie baut den Druck der Aktionäre ab, die verlangen, dass die Gesellschaft mit dem potentiellen Erstanbieter in Verhandlungen tritt.

Hat eine Gesellschaft ein Angebot erhalten, stellt die Suche nach einem White Knight allerdings eine Abwehrmassnahme dar, die gemäss Art. 35 UEV der Übernahmekommission anzuzeigen ist. Das Gleiche gilt auch für die Durchführung einer Due Diligence. Dies gibt nach den oben in Ziff. 3.2 dargestellten Regeln dem Erstanbieter allerdings das Recht zu einer Due Diligence, was ihm ermöglichen kann, selbst eine Erhöhung seines Angebotes vorzubereiten[11].

Der Schritt zur Verhandlung mit einem White Knight führt letztlich auch in der Schweiz mit fast unabwendbarer Sicherheit dazu, dass die Gesellschaft übernommen wird, entweder vom White Knight oder vom Erstinteressenten. Sobald der Verwaltungsrat nämlich dem Angebot des von ihm gewählten White Knights zustimmt, ist es ihm etwa nicht mehr möglich, ein höheres Angebot mit Argumenten, welche die Aktionäre überzeugen, abzulehnen. Er hat das Prinzip der Unabhängigkeit in diesem Moment ja bereits aufgegeben. Mit der Empfehlung des Angebotes eines White Knights fallen auch Abwehrmassnahmen, die sich aus Vinkulierung und Stimmrechtsbeschränkung ergeben, dahin. Wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft dem White Knight eine Ausnahme von diesen Regeln gewährt, so muss dies nach dem Gleichbehandlungsgebot von Art. 49 UEV auch für einen Konkurrenzanbieter gelten, selbst wenn dieser dem Verwaltungsrat aus irgendwelchen Gründen nicht sympathisch ist.

5. Rückzug eines Angebotes

Bei Rückzug einer Absichtserklärung kann auch nach schweizerischem Recht ein potentieller Anbieter auf ein Angebot verzichten, solange er nur eine unverbindliche

---

9 Schenker (FN 6), S. 342 ff.; Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Matthias Wolf, Das revidierte Recht der öffentlichen Kaufangebote, GesKR 1/2009, S. 87 ff., 92, m.w.H.

10 Im Fall des potentiellen Angebots für die Charter International PLC wurde mit Verfügung vom 11. August 2011 eine Frist bis zum 6. September 2011 gewährt, d.h. die Frist betrug 26 Tage.

11 Vgl. Peter/Blaas/Roos (FN 7), S. 82; siehe auch den Fall *Leica*, wo der Erstanbieter Hexagon sein Angebot erfolgreich erhöhte, nachdem er eine Due Diligence durchführen konnte (hierzu Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem, Übernahmekämpfe: Lehren aus den Fällen Forbo, Unaxis, Leica und Saia-Burgess, GesKR 1/2006, S. 54 ff., 58).

Absichtserklärung im Sinne der oben in Ziff. 3.1 dargestellten Regeln abgegeben hat. Ein derartiger Rückzug bleibt ohne Folgen. Weder die Aktionäre noch die Zielgesellschaft können vom potentiellen Anbieter verlangen, dass er ein Angebot macht, oder andere Ansprüche gegen ihn stellen.

6. Was wäre in der Schweiz anders gelaufen?

Es ist anzunehmen, dass das Übernahmeverfahren in der Schweiz sehr ähnlich abgelaufen wäre. Entscheidend war im vorliegenden Fall letztlich der Schritt von Charter International PLC, einen White Knight zu suchen und dessen Angebot zu empfehlen. Ab diesem Moment war es unmöglich, die Unabhängigkeit weiter aufrecht zu erhalten. In der Schweiz wäre es einer Gesellschaft, die über statutarische Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungsklauseln verfügt, wahrscheinlich gelungen, ein Angebot abzuwehren. Allenfalls wäre es auch möglich gewesen, das Angebot allein mit der Kombination eines «Put up or shut up»-Antrages und der Verweigerung einer Due Diligence zu verhindern. Eine Gesellschaft, die wegen Gewinnwarnungen und abruptem CEO-Wechsel bei den Aktionären an Glaubwürdigkeit eingebüsst hat, dürfte es auch in der Schweiz schwierig haben, dem Druck der Aktionäre, die eine Übernahme aus finanziellen Gründen begrüssen, zu widerstehen. In einer derartigen Situation ist es äusserst schwierig, den Aktionären klarzumachen, dass die Gesellschaft tatsächlich einen Wert hat, der den Angebotspreis übersteigt, und dass es Verwaltungsrat und Geschäftsleitung gelingen wird, diesen Wert innerhalb relativ kurzer Frist zu realisieren, sodass der Börsenkurs entsprechend ansteigt.