

Urs Schenker / Caroline Grand*

Elon Musk und Twitter – der schwierige Weg zur Übernahme

Inhaltsübersicht

- I. Der Weg zum Übernahmeangebot
 1. Elon Musk bekundet Interesse an Twitter
 2. Das Übernahmeangebot für Twitter
 3. Musk bricht die Übernahme ab
 4. Twitter hält an der Angebotspflicht von Musk fest
 5. Abrupte Kehrtwende: Musk will Twitter zum ursprünglich vereinbarten Preis übernehmen
- II. Rechtliche Aspekte
 1. Poison Pill und Verhandlungen
 2. Die Verpflichtung zur Lancierung des öffentlichen Angebotes
 3. Die Aufhebung des Übernahmevertrages wegen Willensmängel
- III. Blick in die Schweiz
 1. Möglichkeiten bei Verhandlungen mit Grossaktionären
 2. Der Rücktritt von einem öffentlichen Angebot
 3. Verbindlichkeit einer Transaktionsvereinbarung
- IV. Fazit: Hohe Bindungswirkung von öffentlichen Angeboten

I. Der Weg zum Übernahmeangebot

1. Elon Musk bekundet Interesse an Twitter

Im März 2022 postete Elon Musk, CEO und Hauptaktionär von Tesla, erstmals Twitter-kritische Posts. Darin befragte der Tesla-Mitgründer seine Follower dazu, ob sich Twitter an den Grundsatz der freien Meinungsäusserung halte. Über 70 % seiner Follower glaubten, dass die Meinungsäusserungsfreiheit auf dem Kurznachrichtendienst nicht in genügender Weise respektiert werde.¹

* Prof. Dr. iur. LL.M. Urs Schenker / BLaw Caroline Grand. Die Autoren haben nicht an diesem Fall mitgewirkt und auch keine der beteiligten Parteien beraten. Dieser Artikel basiert daher ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Unterlagen.

¹ GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Der Tesla-Chef will den Kauf nun doch vollziehen – Rechtsstreit wird ausgesetzt, NZZ vom 06.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533?reduced=true>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

2. Das Übernahmeangebot für Twitter

Anfang April 2022 wurde bekannt, dass der Tech-Milliardär Musk 73.5 Mio. Aktien von Twitter gekauft hatte, womit er mit einer Beteiligung von 9.2 % der grösste Aktionär des Social Media Unternehmens geworden war.² Aufgrund dieses Aktienkaufs wurde Musk in den Verwaltungsrat von Twitter eingeladen.³ Obwohl Musk zunächst Interesse an einem Sitz im Verwaltungsrat von Twitter geäussert hatte, lehnte er diesen schlussendlich ab. Grund war wohl, dass er als Verwaltungsrat nicht mehr als 15 % der Aktien von Twitter hätte erwerben dürfen.⁴ Als Musk am 14. April 2022 mitteilte, dass er Interesse am Kauf des gesamten Unternehmens hätte, stellte sich der Verwaltungsrat von Twitter zunächst gegen eine Übernahme durch Musk.⁵

Mitte April 2022 unterbreitete Musk dann in einem Schreiben an den Verwaltungsrat von Twitter ein Angebot für den Kauf aller Aktien des Social Media Unternehmens. Musk bot den Aktionären einen Preis von USD 54.20 pro Aktie an. Dies entsprach einem Preis von rund USD 44 Milliarden für das ganze Unternehmen und einem Preisaufschlag von fast 40 % gegenüber dem Börsenkurs vom 1. April 2022 – dem letzten Tag vor der Be-

² MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk kauft Zwitter, NZZ vom 25.04.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/nach-einem-geheimtreffen-twitter-erwaegt-musks-uebernahmeangebot-ld.1680952>> (zuletzt besucht am 26.10.2022); Tesla-Chef Musk wird grösster Twitter-Aktionär, SRF vom 04.04.2022, <<https://www.srf.ch/news/wirtschaft/anteil-von-9-2-prozent-tesla-chef-musk-wird-groesster-twitter-aktionar>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

³ CARA LOMBARDO/MEGHAN BOBROWSKY/GEORGIA WELLS, Twitter Accepts Elon Musk's Offer to Buy Company in \$44 Billion Deal, Wall Street Journal vom 25.04.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-and-elon-musk-strike-deal-for-takeover-11650912837>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

⁴ CARA LOMBARDO/MEGHAN BOBROWSKY/GEORGIA WELLS, Twitter Accepts Elon Musk's Offer to Buy Company in \$44 Billion Deal, Wall Street Journal vom 25.04.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-and-elon-musk-strike-deal-for-takeover-11650912837>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

⁵ CARA LOMBARDO/MEGHAN BOBROWSKY/GEORGIA WELLS, Twitter Accepts Elon Musk's Offer to Buy Company in \$44 Billion Deal, Wall Street Journal vom 25.04.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-and-elon-musk-strike-deal-for-takeover-11650912837>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

kanntgabe der 9.2 % Beteiligung von Musk an Twitter.⁶ Als Reaktion auf das Angebot von Musk führte der Verwaltungsrat von Twitter eine «Poison Pill» ein, die zur Anwendung kommen sollte, wenn jemand ohne Zustimmung des Verwaltungsrates mehr als 15 % der Aktien erwirbt.⁷ In diesem Fall sollten alle anderen Aktionäre das Recht haben, Aktien zum halben Preis zu kaufen, was die Beteiligung des Investors, der 15 % hielt, verwässerte und die Übernahme wegen der steigenden Anzahl Aktien massiv verteuerte bzw. praktisch verunmöglichte.⁸ Nachdem der Verwaltungsrat von Twitter das Angebot von Elon Musk zunächst als ungenügend bezeichnete, stimmte dieser nach intensiven Verhandlungen am 25. April 2022 dem Angebot dennoch einstimmig zu und schloss mit Musk einen Übernahmevertrag ab.⁹ Geplant war, die Übernahme bis Ende Jahr zu vollziehen.

Nach eigenen Angaben verfolgt Musk mit der Übernahme von Twitter das Ziel, den Kurznachrichtendienst wieder zu einem Ort der freien Meinungsäusserung zu machen. Er hatte Twitter in den Jahren 2020 und 2021 immer wieder Fälle von Zensur vorgeworfen: Er machte geltend, dass Twitter vor allem im Rahmen der COVID-19 Pandemie und den amerikanischen Präsidentschaftswahlen im Jahr 2020 wiederholt Beiträge von Nutzern gelöscht oder bei Beiträgen vermerkt habe, dass es sich dabei um Unwahrheiten oder Falschmeldungen handle.¹⁰ Nebst der Förderung der Meinungsfreiheit wollte Musk auf der Social Media Plattform zudem neue Funktionen einführen und Spambot-Konten bekämpfen.¹¹

3. Musk bricht die Übernahme ab

Am 8. Juli 2022 kündigte Musk an, dass er den Kauf von Twitter abbrechen und sich vom Kaufvertrag zurückziehen wolle.¹² Grund für den Ausstieg aus der Transaktion sei die Weigerung von Twitter, ausreichende Angaben über die Anzahl von bestehenden Spam- und Fakeaccounts auf der Plattform offenzulegen und gegen Spambot-Konten vorzugehen. Während Musk von ca. 20 % falscher Benutzerkonten sprach, räumte Twitter einen Bestand von maximal 5 % Fakeaccounts ein.¹³ Gemäss den Anwälten von Musk verstosse der Online-dienst Twitter damit gegen die zwischen den Parteien abgeschlossene Transaktionsvereinbarung und führe seine Anleger mit diesen unrichtigen Angaben über Spam- und Fakeaccounts bewusst in die Irre.¹⁴ Unter Berufung auf angebliche Falschangaben zur Anzahl von Spam-Nutzerkonten und Bots sowie aufgrund gravierender Sicherheitsmängel bei den Nutzerdaten erklärten Musks Anwälte den Übernahmevertrag am 30. August 2022 in einem per Börsenmitteilung veröffentlichten Brief für ungültig. Der Verwaltungsrat von Twitter führte aber dennoch eine Generalversammlung durch, in der den Aktionären das Übernahmeangebot von Musk unterbreitet wurde. Am 13. September 2022 stimmten die Aktionäre dem Angebot zu.¹⁵

4. Twitter hält an der Angebotspflicht von Musk fest

Twitter hielt an der abgeschlossenen Transaktionsvereinbarung fest und beschloss, die Übernahme gerichtlich durchzusetzen. Das Social Media Unternehmen reichte daher im Juli 2022 beim Delaware Court of Chancery Klage gegen Musk ein. Die Anwälte von Twitter wollen nachweisen, dass Musk die Transaktion aufgrund fallen-

⁶ MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk kauft Twitter, NZZ vom 25.04.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/nach-einem-geheimen-treffen-twitter-erwaegt-musks-uebernahmeangebot-ld.1680952>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

⁷ CARA LOMBARDO/MEGHAN BOBROWSKY/GEORGIA WELLS, Twitter Accepts Elon Musk's Offer to Buy Company in \$44 Billion Deal, Wall Street Journal vom 25.04.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-and-elon-musk-strike-deal-for-takeover-11650912837>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

⁸ CARA LOMBARDO, Twitter Adopts Poison Pill Plan to Block Elon Musk From Increasing Stake, Wall Street Journal vom 16.04.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-moves-to-block-elon-musk-from-increasing-stake-11650040204>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

⁹ MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk kauft Twitter, NZZ vom 25.04.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/nach-einem-geheimen-treffen-twitter-erwaegt-musks-uebernahmeangebot-ld.1680952>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹⁰ GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Der Tesla-Chef will den Kauf nun doch vollziehen – Rechtsstreit wird ausgesetzt, NZZ vom 06.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533?reduced=true>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹¹ CARA LOMBARDO/MEGHAN BOBROWSKY/GEORGIA WELLS, Twitter Accepts Elon Musk's Offer to Buy Company in \$44 Billion Deal, Wall Street Journal vom 25.04.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-and-elon-musk-strike-deal-for-takeover-11650912837>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹² GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Der Tesla-Chef will den Kauf nun doch vollziehen – Rechtsstreit wird ausgesetzt, NZZ vom 06.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533?reduced=true>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹³ GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Der Tesla-Chef will den Kauf nun doch vollziehen – Rechtsstreit wird ausgesetzt, NZZ vom 06.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533?reduced=true>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹⁴ GIOIA DA SILVA/RUTH FULTERER, Ein Whistleblower erhebt schwere Vorwürfe gegen Twitter – davon könnte Elon Musk profitieren, NZZ vom 24.08.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/ein-whistleblower-erhebt-schwere-vorwuerfe-gegen-twitter-davon-duerfte-elon-musk-profitieren-ld.1699462?reduced=true>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹⁵ Twitter-Aktionäre stimmen für Verkauf an Musk, Finanz und Wirtschaft vom 14.09.2022, <<https://www.fuw.ch/article/twitter-aktionaeere-stimmen-fuer-verkauf-an-musk>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

der Finanzmärkte platzen lassen wolle und nicht, weil Twitter ihn über die Anzahl an Fakeaccounts oder über Sicherheitsmängel getäuscht habe.¹⁶ Zudem werfen sie Musk vor, im Vorfeld der potenziellen Übernahme eine Reihe von Vertragsverstössen begangen zu haben.¹⁷

Eine zentrale Rolle im Prozess um den Übernahmestreit sollte der ehemalige Sicherheitschef von Twitter, Peiter Zatkó, spielen, der als Whistleblower an die Öffentlichkeit gelangte. Er bemängelte bei einer Senatsanhörung in Washington DC am 13. September 2022 den Schutz der Daten von Twitter-Usern.¹⁸ Gemäss seinen Aussagen seien die Sicherheitsmängel so gravierend, dass diese sogar ein Risiko für die nationale Sicherheit darstellen würden.¹⁹ Zatkó behauptete, dass fast die Hälfte der Twitter-Angestellten Zugriff auf schützenswerte Personendaten von Nutzern hätte, was Hacks und Angriffe durch Geheimdienste drastisch vereinfache. Zudem würden diverse Nutzerdaten auch nach Schliessung von Twitter-Konten nicht gelöscht.²⁰ Twitter führe aber nicht nur die User und Aktionäre in die Irre, sondern habe auch gegenüber Behörden, Investoren und der Öffentlichkeit falsche oder irreführende Angaben gemacht.²¹ Zatkó

erhob diese Vorwürfe gegenüber Twitter in einer über 80-seitigen Beschwerde an die amerikanische Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC), die Wettbewerbsbehörde Federal Trade Commission (FTC) sowie an das US-Justizministerium U.S. Department of Justice (DOJ).²² Die Aussagen von Zatkó erhöhten die Chance für Musk, sich aus dem Kaufangebot zurückzuziehen. Zatkó selbst war im Januar 2022 bei Twitter wegen schlechter Leistung entlassen worden und reichte im Juli eine erste Beschwerde gegen den Onlinedienst ein.²³

Im Rahmen des Prozesses sollten auch der derzeitige Twitter CEO Parag Agrawal sowie der Mitgründer und ehemalige Twitter CEO Jack Dorsey befragt werden.²⁴ Eine erste Befragung wurde allerdings ohne Angabe eines Grundes verschoben.

5. Abrupte Kehrtwende: Musk will Twitter zum ursprünglich vereinbarten Preis übernehmen

Am 4. Oktober 2022 – rund ein halbes Jahr nach dem Entscheid des Verwaltungsrates von Twitter zur Übernahme und knapp zwei Wochen vor Prozessbeginn – dann die überraschende Kehrtwende: Musk lässt in einer Pflichtmitteilung an die amerikanische Börsenaufsicht SEC verlauten, dass er den Milliardenkauf von Twitter zu den ursprünglich genannten Bedingungen doch vollziehen will, d.h. zum Preis von USD 54.20 pro Aktie.²⁵

¹⁶ TOM HALS, Twitter to interview Elon Musk, known for combative testimony, Reuters vom 27.09.2022, <<https://www.reuters.com/markets/deals/twitter-interview-elon-musk-known-combative-testimony-2022-09-26/>> (zuletzt besucht am 26.10.2022); ALEXA CORSE/SARAH E. NEEDLEMAN, Twitter Investors Back Musk's Takeover Bid After Whistleblower Testifies in Congress, Wall Street Journal vom 13.09.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-whistleblower-heads-to-congress-ahead-of-shareholder-vote-on-elon-musks-44-billion-takeover-bid-11663061403>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹⁷ JAMES CLAYTON, Twitter-Musk takeover dispute heading for October trial, BBC News vom 19.07.2022, <https://www.bbc.com/news/world-us-canada-62058387> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹⁸ ALEXA CORSE/SARAH E. NEEDLEMAN, Twitter Investors Back Musk's Takeover Bid After Whistleblower Testifies in Congress, Wall Street Journal vom 13.09.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-whistleblower-heads-to-congress-ahead-of-shareholder-vote-on-elon-musks-44-billion-takeover-bid-11663061403>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

¹⁹ GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Der Tesla-Chef will den Kauf nun doch vollziehen – Rechtsstreit wird ausgesetzt, NZZ vom 06.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533?reduced=true>> (zuletzt besucht am 26.10.2022); ALEXA CORSE/SARAH E. NEEDLEMAN, Twitter Investors Back Musk's Takeover Bid After Whistleblower Testifies in Congress, Wall Street Journal vom 13.09.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-whistleblower-heads-to-congress-ahead-of-shareholder-vote-on-elon-musks-44-billion-takeover-bid-11663061403>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²⁰ GIOIA DA SILVA/RUTH FULTERER, Ein Whistleblower erhebt schwere Vorwürfe gegen Twitter – davon könnte Elon Musk profitieren, NZZ vom 24.08.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/ein-whistleblower-erhebt-schwere-vorwurfe-gegen-twitter-davon-duerfte-elon-musk-profitieren-ld.1699462>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²¹ ALEXA CORSE, Elon Musk and Twitter Set to Argue Over Unresolved Pretrial Information Requests, Wall Street Journal vom 27.09.2022, <<https://www.wsj.com/articles/elon-musk-and-twitter-set-to-argue-over-unresolved-pretrial-information-requests-11664271003>> (zuletzt besucht am 26.10.2022); GIOIA DA SILVA/RUTH FULTERER, Ein Whistleblower erhebt schwere Vorwürfe gegen Twitter – davon

könnte Elon Musk profitieren, NZZ vom 24.08.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/einwhistleblower-erhebt-schwere-vorwurfe-gegen-twitter-davonduerfte-elon-musk-profitieren-ld.1699462>> (zuletzt besucht am 26.10.2022)..

²² ALEXA CORSE/SARAH E. NEEDLEMAN, Twitter Investors Back Musk's Takeover Bid After Whistleblower Testifies in Congress, Wall Street Journal vom 13.09.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-whistleblower-heads-to-congress-ahead-of-shareholder-vote-on-elon-musks-44-billion-takeover-bid-11663061403>> (zuletzt besucht am 26.10.2022); GIOIA DA SILVA/RUTH FULTERER, Ein Whistleblower erhebt schwere Vorwürfe gegen Twitter – davon könnte Elon Musk profitieren, NZZ vom 24.08.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/ein-whistleblower-erhebt-schwere-vorwurfe-gegen-twitter-davon-duerfte-elon-musk-profitieren-ld.1699462>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²³ GIOIA DA SILVA/RUTH FULTERER, Ein Whistleblower erhebt schwere Vorwürfe gegen Twitter – davon könnte Elon Musk profitieren, NZZ vom 24.08.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/ein-whistleblower-erhebt-schwere-vorwurfe-gegen-twitter-davon-duerfte-elon-musk-profitieren-ld.1699462>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²⁴ ALEXA CORSE, Elon Musk and Twitter Set to Argue Over Unresolved Pretrial Information Requests, Wall Street Journal vom 27.09.2022, <<https://www.wsj.com/articles/elon-musk-and-twitter-set-to-argue-over-unresolved-pretrial-information-requests-11664271003>> (zuletzt besucht am 26.10.2022); TOM HALS, Twitter to interview Elon Musk, known for combative testimony, Reuters vom 27.09.2022, <<https://www.reuters.com/markets/deals/twitter-interview-elon-musk-known-combative-testimony-2022-09-26/>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²⁵ CARA LOMBARDO/DANA CIMILLUCA, Elon Musk Proposes Closing Twitter Deal on Original Terms, Wall Street Journal vom 04.10.2022, <https://www.wsj.com/articles/elon-musk-proposes-closing-twitter-deal-on-original-terms-11664901454?mod=series_musktwitter> (zu-

Der Rechtsstreit vor Gericht könnte demnach kurz vor Prozessbeginn doch noch dahinfallen. Auf Antrag der Anwälte von Musk hat das zuständige Gericht in Delaware den hängigen Prozess zwischen Musk und Twitter, der am 17. Oktober 2022 beginnen sollte, am 6. Oktober 2022 ausgesetzt, damit der Kauf der Twitter Aktien erfolgen kann.²⁶

II. Rechtliche Aspekte

1. Poison Pill und Verhandlungen

Das Gesellschaftsrecht des U.S. Bundesstaats Delaware gibt dem Verwaltungsrat sehr viele Möglichkeiten, um sich gegen feindliche Übernahmen zu wehren. Interessant ist schon das Vorgehen in den ersten Verhandlungen mit Musk: Nach Delaware Gesellschaftsrecht können die Statuten dem Verwaltungsrat das Recht geben, zwischen Generalversammlungen selber eine bestimmte Anzahl von Verwaltungsräten aufzunehmen – dies im Sinne einer Kooptation.²⁷

Als Musk das Angebot zum Kauf der Aktien machte, versuchte der Verwaltungsrat von Twitter Zeit zu gewinnen und führte, wie oben beschrieben, eine Poison Pill ein, die als «Shareholder Rights Plan» bezeichnet wurde.²⁸ Die konsequente Umsetzung der Poison Pill hätte das Angebot von Musk verhindert. Der Verwaltungsrat von Twitter musste sich den Einsatz dieser Poison Pill allerdings gut überlegen, denn die Aktionäre hätten es dem Verwaltungsrat wohl übelgenommen, wenn er das Übernahmeangebot durch Musk mit dieser Poison Pill definitiv verhindert hätte, ohne dass der Verwaltungsrat den Aktionären eine klare Perspektive auf einen Aktienkurs über dem Angebotspreis bieten konnte. Dies hätte wohl zu entsprechenden Klagen der Aktionäre gegen den Verwaltungsrat und gegen die Umsetzung der Poison Pill geführt. Diese Situation führte dann auch dazu, dass der Verwaltungsrat von Twitter nach Intervention verschie-

dener Aktionäre der Übernahme tatsächlich doch noch zustimmte.²⁹

2. Die Verpflichtung zur Lancierung des öffentlichen Angebotes

Die Grundlage der Verpflichtung von Musk, ein öffentliches Angebot für Twitter zu machen, ist die Transaktionsvereinbarung, die er mit dem Verwaltungsrat von Twitter abgeschlossen hat und die auch von den Aktionären der Gesellschaft genehmigt worden ist. Diese Verpflichtung ist im Rahmen der vertraglichen Bestimmungen verbindlich. Twitter kann aufgrund dieser Vereinbarung den Vollzug des Angebotes verlangen, was Twitter mit ihrer Klage auch gemacht hat. Der Verwaltungsrat musste diese Klage einleiten, da die Aktionäre von ihm erwarteten, dass er dem Angebot, das den Aktionären finanzielle Vorteile brachte, zum Durchbruch ver helfe. Aktionäre und Verwaltungsrat von Twitter wollten die Pflicht von Musk vor allem auch deshalb durchsetzen, weil der Aktienmarkt seit April 2022 gerade bei Tech-Aktien stark zurückgegangen war³⁰ und deshalb zu erwarten war, dass ohne Angebot von Musk die Twitter Aktien weit unter dem Angebotspreis notieren würden.³¹ Der Verwaltungsrat von Twitter nahm mit der Klage seine Fiduciary Responsibility gegenüber den Aktionären wahr, obwohl das Unternehmen auf diese Weise seine Unabhängigkeit verlieren würde.

3. Die Aufhebung des Übernahmevertrages wegen Willensmängel

Musk versuchte geltend zu machen, dass er – sowie das Publikum und Investoren allgemein – von Twitter getäuscht worden seien. Wie oben dargestellt machte er geltend, dass Twitter eine wesentlich grössere Zahl von Fake- und Spamaccounts hätte und deshalb viel weniger profitabel sei als angenommen und dass auch die Sicherheitsmängel viel grösser seien als Twitter zugegeben hätte, was ebenfalls einen erheblichen Einfluss auf den Wert der Gesellschaft hätte.³² Im Gegenzug machte Twitter

letzt besucht am 26.10.2022); CARA LOMBARDO, Carl Icahn, Others Clean Up on Musk's Twitter About-Face, Wall Street Journal vom 04.10.2022, <<https://www.wsj.com/articles/icahn-others-clean-up-on-musk-s-twitter-about-face-11664926249>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²⁶ GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Musk will Mitarbeiterzahl bei Twitter drastisch senken, NZZ vom 21.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²⁷ Del. Code tit. 8 § 223 (a); so auch DANIEL HÄUSERMANN, Gestaltungsfreiheit im Recht der Publikumsgesellschaft, Zürich 2015, 270.

²⁸ Twitter Adopts Limited Duration Shareholder Rights Plan, Medienmitteilung der SEC vom 15.04.2022, <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522107462/d296740dex991.htm>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

²⁹ MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk kauft Twitter, NZZ vom 25.04.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/nach-einem-geheimen-treffen-twitter-erwaegt-musks-uebernahmeangebot-ld.1680952>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

³⁰ Die Liste des Schreckens: Diese Tech-Aktien notieren 40 Prozent oder mehr unter ihren 52-Wochen-Hochs, Cash vom 24.01.2022; <<https://www.cash.ch/news/top-news/die-liste-des-schreckens-diese-tech-aktien-notieren-40-prozent-oder-mehr-unter-ihren-52-wochen-hochs-498635>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

³¹ GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Musk will Mitarbeiterzahl bei Twitter drastisch senken, NZZ vom 21.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

³² Siehe dazu oben Ziff. I.3 und I.4.

einerseits geltend, dass die Behauptungen von Musk zur Anzahl von Fake- und Spamaccounts sowie über die Sicherheitsmängel falsch seien und belegte dies auch mit verschiedenen Statistiken.³³ Vor allem brachte Twitter vor, dass Musk diese Gründe nur vorschoben würde, tatsächlich aber wegen der allgemeinen wirtschaftlichen Unsicherheit und dem Rückgang der Aktienkurse von seinem Angebot zurücktreten wolle.³⁴ Die Anwälte von Twitter konnten dabei einen Chatverlauf von Musk ausfindig machen, in dem er bereits im Mai einem Banker schrieb, dass es keinen Sinn mache Twitter zu kaufen, wenn die Erde auf einen Dritten Weltkrieg zusteuern würde.³⁵

Grundsätzlich kann ein Übernahmevertrag nach Delaware Recht aufgelöst werden, wenn der Übernehmer tatsächlich getäuscht worden ist. Die Gerichte sind dabei äusserst zurückhaltend, wobei bei Musk auch noch erschwerend ins Gewicht fällt, dass er keine Due Diligence durchgeführt hatte und deshalb in Kauf genommen hatte, dass Twitter allenfalls Mängel hatte, die er beim Abschluss des Übernahmevertrags nicht kannte.³⁶

Es ist zu vermuten, dass eine nüchterne Einschätzung der Prozessaussichten sowie die Auswertung der in der Discovery erhaltenen Dokumente dazu führte, dass Musk einlenkte und nun bereit ist, die Übernahme zu vollziehen.

III. Blick in die Schweiz

1. Möglichkeiten bei Verhandlungen mit Grossaktionären

Schweizerische Aktiengesellschaften haben weitaus weniger Möglichkeiten, um sich gegen Übernahmeversuche zur Wehr zu setzen. Sie haben auch einen geringeren Spielraum, um mit Grossaktionären Lösungen zu finden.

Die Aufnahme eines Grossaktionärs in den Verwaltungsrat, wie dies Twitter Musk vorschlug als dieser 9.2 % der Aktien erwarb, ist nicht möglich. Der Verwaltungsrat kann zwischen den Generalversammlungen nicht durch Kooptation weitere Mitglieder in den Verwaltungsrat aufnehmen, da die Wahl des Verwaltungsrates zu den unübertragbaren Kompetenzen der Generalversammlung gehört (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR). In der Schweiz kann der Verwaltungsrat einem neuen Grossaktionär nur anbieten, ihn anlässlich der nächsten ordentlichen Generalversammlung oder anlässlich einer ausserordentlichen Generalversammlung, die für diesen Zweck einberufen wird, zur Wahl in den Verwaltungsrat vorzuschlagen. Dies kann mit einem Relationship Agreement verbunden werden, in dem sich der betreffende Aktionär verpflichtet, seine Beteiligung nicht zu erhöhen oder kein unfreundliches Angebot zu lancieren.³⁷ Die Durchsetzung einer derartigen Vereinbarung ist allerdings schwierig und zum Teil wird in der Lehre auch die Gültigkeit solcher Vereinbarungen verneint.³⁸

Die Poison Pill, die der Verwaltungsrat von Twitter beschloss, ist in der Schweiz nicht möglich. Nach der Veröffentlichung einer Voranmeldung werden die Abwehrmassnahmen durch Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 36 UEV beschränkt. Insbesondere sind Kapitalveränderungen z.B. im Rahmen eines genehmigten Kapitals,³⁹ die zu einer Verwässerung führen bzw. den Aktienbestand von Aktionären erhöhen, die dem Verwaltungsrat freundlich gesinnt sind, aufgrund von Art. 36 UEV nicht möglich.

Im Übrigen würde auch der Grundsatz der Gleichbehandlung nach Art. 717 OR verletzt, wenn Aktien zu sehr tiefen Kursen nur den Aktionären ausgegeben werden, die kein Angebot machen.⁴⁰ Die von Twitter eingeführte Poison Pill bzw. Kapitalerhöhungsmassnahmen mit ähnlicher Wirkung sind dementsprechend in der Schweiz sowohl aufgrund kapitalmarktrechtlicher Regeln wie auch aktienrechtlichen Vorschriften nicht möglich.

2. Der Rücktritt von einem öffentlichen Angebot

Wenn eine Person in der Schweiz eine Voranmeldung im Sinne von Art. 5 ff. UEV veröffentlicht hat, ist sie an diese gebunden und muss gemäss Art. 8 UEV innert 6 Wochen ein öffentliches Angebot lancieren. Nach der Pub-

³³ ELIZABETH WOLLMAN, Twitter Sends Letter to Elon Musk Saying Effort to Terminate Deal 'Invalid and Wrongful', Wall Street Journal vom 11.07.2022, <<https://www.wsj.com/articles/twitter-sends-letter-to-elon-musk-saying-effort-to-terminate-deal-invalid-and-wrongful-11657573939>> (zuletzt besucht am 26.10.2022). Die Lage war aber nicht absolut klar: BotSentinel, welche die Twitteraccounts schätzte, schätzte den Bestand an Fakeaccounts aufgrund «nicht authentischer Konten» bei Twitter auf rund 10 bis 15 %, <<https://www.cnn.com/2022/05/14/elon-musk-has-wrong-approach-to-count-fakes-spam-on-twitter-experts.html>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

³⁴ Siehe dazu oben Ziff. I.4.

³⁵ CLARE DUFFY, Elon Musk's texts show how his relationship with Twitter went sideways, CNN Business vom 30.09.2022, <<https://edition.cnn.com/2022/09/30/tech/elon-musk-text-messages/index.html>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

³⁶ GIOIA DA SILVA/THOMAS SCHÜRPF/DENNIS HOFFMEYER/MELCHIOR POPPE/MARIE-ASTRID LANGER, Elon Musk und Twitter: Musk will Mitarbeiterzahl bei Twitter drastisch senken, NZZ vom 21.10.2022, <<https://www.nzz.ch/technologie/elon-musk-und-twitter-der-tesla-chef-will-den-kauf-angeblich-nun-doch-vollziehen-ld.1680533>> (zuletzt besucht am 26.10.2022).

³⁷ DANIEL HÄUSERMANN, Relationship Agreements zwischen Vertragsfreiheit und zwingendem Aktienrecht, SZW 2022, 241 ff., 246.

³⁸ Vgl. dazu Häusermann (FN 37), 246, 253; MONIKA HINTZ-BÜHLER, Aktionärbindungsverträge, Bern 2011, 9; ROLAND VON BÜREN/MONIKA HINTZ, Die Aktiengesellschaft als Partei eines Aktionärbindungsvertrages?, ZBJZ 136/2000, 802 ff., 806 ff.

³⁹ Bzw. ab 1.1.2023 im Rahmen eines Kapitalbands.

⁴⁰ Sofern dies das Gesellschaftsinteresse verletzt und die Interessen der übrigen Aktionäre beeinträchtigt. So auch HÄUSERMANN, (FN 37), 251.

likation der Voranmeldung kann sich der Anbieter vom Angebot nur noch zurückziehen, wenn die Bedingungen, unter denen das Angebot gemäss Voranmeldung steht, nicht erfüllt werden.⁴¹ Eine Berufung auf Willensmängel ist dagegen nicht möglich. Selbst wenn der Anbieter nach der Publikation der Voranmeldung feststellen muss, dass er falsche Vorstellungen über die Zielgesellschaft hatte oder dass ihn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sogar getäuscht hat, bleibt er an das Angebot gegenüber den Aktionären gebunden.⁴² Auch wenn unerwartete negative Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld auftreten, kann sich der Anbieter nicht auf die *clausula rebus sic stantibus* berufen.⁴³ Die Anbieterin kann diese Möglichkeiten, die sich aus dem allgemeinen Vertragsrecht ergeben, bei öffentlichen Übernahmen nicht anwenden. Um die Adressaten des Angebotes zu schützen und Unsicherheiten über den Vollzug auszuschliessen, lässt das Übernahmerecht einen Rückzug des Angebotes wegen negativen Veränderungen bei der Zielgesellschaft bzw. im wirtschaftlichen Umfeld nur zu, wenn das Angebot eine Material Adverse Change-Klausel (MAC-Klausel) enthielt, die Art. 13 UEV entspricht. Die MAC-Klausel in einer Voranmeldung bzw. einem öffentlichen Angebot kann allerdings nicht subjektiv formuliert sein, d.h. eine derartige Klausel darf die Frage, ob eine Veränderung tatsächlich wesentlich ist, nicht in das freie Ermessen der Anbieterin stellen. Die MAC-Klausel muss vielmehr objektiv formuliert sein.⁴⁴ Dies bedeutet, dass die Berufung auf veränderte Umstände nur möglich ist, wenn diese zu einer Veränderung des Umsatzes oder EBITDA bzw. EBIT der Gesellschaft geführt haben, die über einem in der MAC-Klausel festgelegten Prozentsatz hinausgeht.⁴⁵ Die Aufnahme einer derartigen MAC-Klausel kompensiert mindestens zum Teil den Ausschluss einer Berufung auf Willensmängel und die *clausula rebus sic*

stantibus. Wenn es bis zum Ablauf der Angebotsfrist tatsächlich zu starken negativen Veränderungen beim Unternehmen oder in dessen Umfeld kommt, kann der Anbieter so den Vollzug des Angebotes vermeiden.⁴⁶ Im vorliegenden Fall hätte sich in der Schweiz ein Anbieter auf diese Klausel berufen können, wenn sich tatsächlich gezeigt hätte, dass die Zielgesellschaft aufgrund von Sicherheitsproblemen bzw. einer hohen Anzahl von Fake- und Spamaccounts eine erhebliche EBITA bzw. EBIT Einbusse erlitten hätte, die über die in der MAC-Klausel festgehaltenen Grenzwerte hinausgeht. Auch in der Schweiz sind daher Anbieter von negativen Veränderungen geschützt, sie müssen diesen Schutz aber ausdrücklich in den Angebotsbedingungen festhalten und sie müssen beweisen können, dass ein Material Adverse Change im Sinne der konkreten MAC-Klausel auch tatsächlich eingetreten ist.

3. Verbindlichkeit einer Transaktionsvereinbarung

Auch in der Schweiz werden bei freundlichen Übernahmen Transaktionsvereinbarungen zwischen Anbieter und Zielgesellschaft abgeschlossen, in denen sich der Anbieter verpflichtet, ein Angebot zu einem bestimmten Preis zu machen und in denen auch die weiteren Bedingungen des Angebots festgehalten werden.⁴⁷ Falls ein Anbieter seiner vertraglichen Verpflichtung zur Veröffentlichung einer Voranmeldung bzw. zur Unterbreitung eines Angebotes nicht nachkommt, kann die Gesellschaft grundsätzlich auf Veröffentlichung bzw. Abgabe eines derartigen Angebotes klagen.⁴⁸

Die Transaktionsvereinbarung wird nicht von FinfraG bzw. UEV geregelt, sondern ist ein Innominatkontrakt, der den Vorschriften des Obligationenrechts untersteht.⁴⁹ Dementsprechend kann ein Anbieter bei einer Transaktionsvereinbarung Willensmängel sowie *clausula rebus sic stantibus* im gleichen Umfang geltend machen wie bei anderen Vereinbarungen.⁵⁰ Die Parteien können bezüglich der Verpflichtung ein Angebot zu lancieren auch Bedingungen vorsehen, die über die Bedingungen, welche Art. 13 UEV zulässt, hinausgehen. Insbesondere ist eine MAC-Klausel möglich, die subjektiv formuliert ist oder auf eine Due Diligence Bezug nimmt, d.h. dem

⁴¹ Die Bedingungen, unter denen das Vorangebot steht, müssen sich dabei nach Art. 13 UEV richten. Ein Verzicht auf das Angebot ist allerdings nur möglich, wenn bereits vor dem Zeitpunkt, in dem das Angebot lanciert werden muss, klar ist, dass eine bestimmte Bedingung definitiv nicht erfüllt werden kann. Besteht Unsicherheit, so muss der Angebotsprospekt veröffentlicht werden und die Anbieterin kann erst nach Ablauf der Angebotsfrist feststellen, ob die Bedingungen erfüllt worden sind oder nicht.

⁴² Vgl. dazu URS SCHENKER, Veränderungen des Unternehmens zwischen Signing und Closing, Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich 2016, 279 ff., 288 ff.

⁴³ HEINZ SCHÄRER/BALZ GROSS, Pacta sunt servanda – von der Realisierung des Unternehmenskaufvertrags und deren prozessualer Durchsetzung, Mergers & Acquisitions XVI, Zürich 2014, 115 ff., 132; MIRJAM MEYER, Rechtsrisiken und Rechtsrisikomanagement bei M&A-Transaktionen, ZStP 2013, 275 (Fn. 1858); PATRICK SCHLEIFFER, No Material Adverse Change, Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 53 ff., 88 f.

⁴⁴ URS SCHENKER, Die abgebrochene Übernahme von The PEP Boys Corp., GesKR 2012, 576 ff., 579.

⁴⁵ Verfügung 770/01 der Übernahmekommission i.S. Sunrise Communications Group AG vom 26.08.2020, E. 6.4; CHRISTIAN MOSER, Abwehrbeschlüsse der Generalversammlung, Zürich 2021, 211 f.; RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/TINO GABERTHÜEL, Öffentliche Kaufangebote, Zürich 2020, 279 f. m.w.H.; SCHÄRER/GROSS (FN 43), 128; SCHENKER (FN 44), 578; SCHLEIFFER (FN 43), 97.

⁴⁶ Dazu auch SCHENKER (FN 44), 578 f.

⁴⁷ VALENTIN JENTSCH, Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, Diss. Zürich 2015, 24 f. (=ZStP 266); ANDRIN SCHNYDRIG/MARKUS VISCHER, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 1192 ff., 1193.

⁴⁸ JENTSCH (FN 47), 408, 411, 414 f.

⁴⁹ Vgl. JENTSCH (FN 47), 7 ff., 63 f., 67.

⁵⁰ URS SCHENKER, Die Übernahme von Autonomy durch Hewlett-Packard, GesKR 2017, 502 ff., 505; JENTSCH (FN 47), 8, 168; vgl. URS SCHENKER, Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten, Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, 136.

Anbieter erlaubt, vom Vertrag zurückzutreten, wenn er von den Ergebnissen der Due Diligence nicht befriedigt ist.⁵¹ Die Regeln über Willensmängel sowie über die Auflösung einer Transaktionsvereinbarung aufgrund von Bedingungen, die nicht Art. 13 UEV entsprechen, treten aber in dem Moment in den Hintergrund, in dem der Anbieter seine Voranmeldung publiziert – dann gelten allein die oben dargestellten Regeln und es kommt zur kapitalmarktrechtlichen harten Bindung an das Angebot.

IV. Fazit: Hohe Bindungswirkung von öffentlichen Angeboten

Der Fall Musk/Twitter und die Analyse der rechtlichen Situation in den USA sowie in der Schweiz zeigen, dass

⁵¹ Vgl. TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 45), 276; RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 51 ff., 84.

ein Anbieter bei einem öffentlichen Angebot, das mit der Zielgesellschaft gültig vereinbart worden ist bzw. den Aktionären der Zielgesellschaft im Rahmen einer Voranmeldung mitgeteilt worden ist, nur unter ganz aussergewöhnlichen Umständen (USA) oder unter den im Angebot selbst formulierten Bedingungen (Schweiz und USA) zurücktreten kann. Diese Einschränkung des Rücktritts ist wirtschaftlich folgerichtig, da öffentliche Angebote sowohl auf die Aktienkurse wie auch auf die Tätigkeit der Zielgesellschaft starke Auswirkungen haben können und sich deshalb sowohl die Zielgesellschaft wie auch ihre Aktionäre auf einmal veröffentlichte Angebote verlassen können müssen. Für Anbieter heisst dies natürlich, dass sie sich gut überlegen müssen, ob sie tatsächlich ein Angebot machen wollen, denn mit der Veröffentlichung sind sie mindestens in der Schweiz schon am «Point of no Return» angelangt. Die Anbieter müssen sich aber auch gut überlegen, wie sie die Bedingungen des Angebotes strukturieren, sodass sie sich im Notfall von einem Angebot lösen können.

Anzeige

Flavio Amadò | Giovanni Molo

Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen

Verhaltens-, Organisations- und Verfahrensnormen des FIDLEG sowie ausgewählter Bestimmungen des FINIG

Die neue FIDLEG und FINIG sind grundlegend, um in der Schweiz Finanzdienstleistungen zu erbringen. Der Kommentar ist als praktisches Instrument zur sofortigen Analyse der in den neuen Gesetzen vorgesehenen Verhaltens- und Organisationsregeln gedacht.

2022, 349 Seiten, gebunden
ISBN 978-3-03891-349-8
CHF 128.–

www.dike.ch/3498

Flavio Amadò · Giovanni Molo

Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen

Verhaltens-, Organisations- und Verfahrensnormen des FIDLEG
sowie ausgewählter Bestimmungen des FINIG

Praxiskommentar

DIKE 

für die Praxis

DIKE 