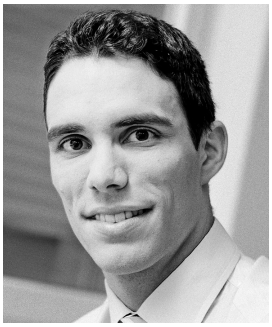
Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen



lic. iur. Andrin Schnydrig,
Rechtsanwalt, Zürich



Dr. Markus Vischer,
LL.M., Rechtsanwalt,
Zürich

Inhaltsübersicht:

I. Ausgangslage
II. Inhalt der Transaktionsvereinbarung
A. Regelung der Angebotsvoraussetzungen und -bedingungen
B. Deal Protection-Massnahmen
a) Exklusivitätsvereinbarungen
b) Break-up Fee
c) Lock-up
d) Fiduciary out
III. Rechtliche Schranken der Transaktionsvereinbarung
A. Abschlusskompetenz des Verwaltungsrates
a) Zuständigkeit des Verwaltungsrates
aa) Abgrenzung zur Kompetenz der Generalversammlung
bb) Abgrenzung zur Kompetenz der Aktionäre
cc) Delegation an Geschäftsführung
b) Einschränkungen der Vertretungsmacht
aa) Zweckartikel
bb) Interessenkonflikt
B. Inhaltliche Schranken
a) Aktienrecht
aa) Gesellschaftsinteresse
bb) Rückerstattung von verdeckten Gewinnausschüttungen
cc) Gleichbehandlung der Aktionäre
b) Übernahmerechtliche Schranken
aa) Gleichbehandlung der Anbieter
bb) Verbotene Abwehrmassnahmen
cc) Auktionsregel
IV. Wirkungen der Transaktionsvereinbarung auf das Übernahmeverfahren
A. In gemeinsamer Absprache handelnde Personen
B. Informationspflichten
C. Einfluss auf Angebotspreis
V. Fazit

I. Ausgangslage

Sowohl für den Anbieter als auch für die Zielgesellschaft ist ein öffentliches Übernahmeangebot immer mit hohen Kosten und der Bindung von Ressourcen über einen längeren Zeitraum verbunden[1]. Der Anbieter muss ausserdem stets damit rechnen, dass ein Dritter nach Publikation seines Angebots ein konkurrierendes Angebot lanciert. Da der Dritte keine Such- und Überwachungskosten zu amortisieren hat, kann er für die Anteile der Zielgesellschaft einen höheren Preis anbieten[2]. Mit sog. *Deal Protection-Massnahmen* kann der Anbieter dieses Trittbrettfahrer-Risiko minimieren oder sich zumindest für den Fall des Nichtzustandekommens des Angebots bezüglich der mit dem Angebot zusammenhängenden Kosten absichern. Aus Sicht des Anbieters bietet sich daher der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung an.

Die Zielgesellschaft selber ist zwar nicht Partei im öffentlichen Übernahmeprozess, richtet sich das Übernahmeangebot doch nur an deren *Aktionäre*. Trotzdem kann die Zielgesellschaft daran interessiert sein, eine solche Vereinbarung mit dem Anbieter einzugehen. So ist ein potentieller Anbieter ohne entsprechende Zusicherungen von Seiten der *Zielgesellschaft* unter Umständen gar nicht bereit, ein Angebot zu unterbreiten. Die Zielgesellschaft erhält im Übrigen bei Abschluss einer Transaktionsvereinbarung die Gelegenheit, den Preis, die Bedingungen und die anderen Hauptpunkte des Angebots mitzubestimmen, weitere regelungsbedürftige Punkte im Zusammenhang mit dem Angebot in verbindlicher Weise zu regeln und damit letztlich auch das für die Zielgesellschaft unter Umständen belastende Angebotsverfahren so kurz und effizient wie möglich zu gestalten[3].

Eine Transaktionsvereinbarung kann nicht nur zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft, sondern auch zwischen dem Anbieter und dem/den Grossaktionär/en der Zielgesellschaft abgeschlossen werden. Die dessen Aktien betreffende Verkaufs- oder Andienungspflicht gegenüber dem Anbieter ist Hauptgegenstand einer Transaktionsvereinbarung zwischen dem Aktionär und dem Anbieter. Nachfolgend wird in erster Linie auf den Abschluss einer

1 Rolf Watter/Karim Maizar, Konkurrierende Übernahmeangebote, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, 1 ff., 19.

2 Frank H. Easterbrook/Daniel R. Fischel, The proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, in: Harv. Law Rev. (1980/81), 1161 ff., 1178 f.

3 Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem, Die Pflichten des Verwaltungsrates bei Übernahmeangeboten, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, 51 ff., 91.

Transaktionsvereinbarung zwischen Anbieter und Zielgesellschaft eingegangen. Die Transaktionsvereinbarung zwischen Anbieter und Aktionär wird nur in Bezug auf die übernahmerechtliche Zulässigkeit einer Verkaufs- oder Andienungspflicht des Aktionärs behandelt[4].

II. Inhalt der Transaktionsvereinbarung

Die Transaktionsvereinbarung enthält die Rechte und Pflichten der Parteien im Zusammenhang mit einem zukünftigen öffentlichen Angebot. Es kann grundsätzlich unterschieden werden zwischen der Festlegung von Voraussetzungen und Bedingungen des Angebots und den sog. Deal Protection-Massnahmen.

A. Regelung der Angebotsvoraussetzungen und -bedingungen

Die Ausgestaltung der Voraussetzungen und Bedingungen des Angebots in der Transaktionsvereinbarung wird grundsätzlich von der Verhandlungsposition der Vertragsparteien abhängen. Regelungsgegenstand können dabei der Preis, die Bedingungen und auch die Abwicklung des Angebots sein. Ein weiterer wichtiger Teil der zu regelnden Voraussetzungen im Zusammenhang mit dem Angebot betrifft die sog. *Pre-Offer Due Diligence*[5]. Im Gegenzug zur Gewährung einer Due Diligence sichert der Anbieter der Zielgesellschaft die Vertraulichkeit der erhaltenen Informationen zu. Soll das Zustandekommen des Angebots von einer vorgängigen Statutenänderung abhängen, so kann die Transaktionsvereinbarung bereits die Verpflichtung zur Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung enthalten. In diesem Zusammenhang können auch bereits die Wahl von Vertretern des Anbieters bzw. der Rücktritt von Verwaltungsräten der Zielgesellschaft auf den Vollzug des Angebots hin vorbereitet werden. Da der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung mit der Ausweitung von übernahmerechtlichen Pflichten auf die Zielgesellschaft verbunden ist[6], wird die Wahrnehmung dieser Pflichten vielfach ebenfalls in der Vereinbarung geregelt. Die Transaktionsvereinbarung kann ausserdem Bestimmungen über die Geschäftsführung zwischen Voranmeldung und Vollzug, die Behandlung von Optionen und eigenen Aktien, die Ausarbeitung des Prospekts und die Zusammenarbeit mit den verschiedenen Behörden enthalten[7].

B. Deal Protection-Massnahmen

Deal Protection-Massnahmen können Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft bzw. dessen Verwaltungsrates, die Regelung der Folgen bei Nichtzustandekommen des Angebots und/oder das Andienen von Aktienpaketen umfassen. Auf einige solcher Deal Protection-Massnahmen ist nachfolgend etwas näher einzugehen.

a) Exklusivitätsvereinbarungen

Es kann zwischen *No-shop* und *No-talk* Verpflichtungen unterschieden werden. Verpflichtet sich die Zielgesellschaft, nicht aktiv nach Drittanbietern zu suchen, so handelt es sich um eine No-shop Verpflichtung. Sichert die Zielgesellschaft dem Vertragspartner zu, ausschliesslich mit diesem zu verhandeln und weder mit Dritten zu verhandeln, noch Dritte mit Informationen zu versorgen, so liegt eine No-talk Verpflichtung vor[8]. Die No-shop bzw. No-talk Verpflichtungen können zeitlich auf die Zeit vor oder nach Veröffentlichung des Angebots begrenzt werden und stellen für die Zielgesellschaft Unterlassungspflichten dar. Als solche können sie, wenn die betreffende Exklusivitätsvereinbarung selber rechtlich zulässig ist[9], mit einer Konventionalstrafe verbunden werden.

Beide Arten von Exklusivitätsvereinbarungen werden in der Regel mit dem Versprechen der Zielgesellschaft, das freundliche Angebot zu unterstützen, verbunden sein. Neben den erwähnten Unterlassungspflichten wird der Zielgesellschaft damit eine Leistungspflicht auferlegt. Auch im Fall einer solchen Leistungspflicht macht die Vereinbarung einer Konventionalstrafe nur dann Sinn, wenn die Leistungspflicht selber überhaupt rechtlich zulässig ist[10]. Diese Leistungspflicht ist durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zu erfüllen. Der Verwaltungsrat selber wird aber nicht direkt verpflichtet, da er nicht Vertragspartei der Transaktionsvereinbarung ist. Handelt der Verwaltungsrat im Widerspruch zur Exklusivitätsvereinbarung, so wird die Zielgesellschaft vertragsbrüchig.

b) Break-up Fee

Eine *Break-up Fee* liegt dann vor, wenn die Zielgesellschaft sich verpflichtet, dem Anbieter und Vertragspartner eine Entschädigung für den Fall zu bezahlen, dass das öffentliche Angebot von den Angebotsempfängern abgelehnt wird oder ein allfälliges konkurrierendes Angebot erfolgreich sein sollte. Die Break-up Fee liegt damit in erster Linie im Interesse des Anbieters, dem eine teilweise Abwälzung des wirtschaftlichen Risikos eines erfolglosen Angebots auf die Zielgesellschaft ermöglicht wird. Während die Break-up Fee bei Fusionen in der Regel gegenseitig von beiden Par-

4 Vgl. dazu hinten Ziff. III.B.b)cc).
5 Tschäni/Diem (FN 3), 79; Watter/Maizar (FN 1), 29.
6 Vgl. dazu hinten Ziff. IV.A.
7 Tschäni/Diem (FN 3), 91 f.
8 Tschäni/Diem (FN 3), 95; Rolf Watter, Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich/Basel/Genf 2002, 1 ff., 7; Rashid Bahar, Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions, Diss. Genf 2004, 163; Andreas Bohrer, Unfriendly Takeovers, Diss. Zürich 1997, 159 f.
9 Art. 163 Abs. 2 OR.
10 Vgl. dazu hinten Ziff. III.B.a)aa)(iii).

teien als Instrument der Transaktionssicherung zugesichert wird[11], verpflichtet sich im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot meistens nur die Zielgesellschaft zur Zahlung einer Break-up Fee ("Unilateral Break-up Fee")[12].

Die Höhe der vereinbarten Break-up Fee hängt davon ab, welches Ziel die Parteien damit letztlich verfolgen. Soll ein Dritter von einem konkurrierenden Angebot abgeschreckt werden, so muss die Break-up Fee prohibitiv hoch sein, um ihr Ziel erreichen zu können[13]. Ist der eigentliche Zweck aber die Schadloshaltung des Anbieters für die Ausarbeitung und Durchführung seines letztlich erfolglosen Angebots, so orientiert sich die Break-up Fee an dessen Transaktionskosten[14].

Steht die Funktion des Kostenersatzes im Vordergrund, so handelt es sich bei der Break-up Fee gemäss einem Teil der Lehre um eine Schadenspauschalierung oder eine Konventionalstrafe[15]. Sowohl der Schadenersatz als auch die Konventionalstrafe setzen die nicht gehörige Erfüllung einer primären Leistungspflicht voraus. Eine Verpflichtung der Angebotsempfänger zur Annahme des Angebots ist durch eine kostendeckende Break-up Fee aber weder beabsichtigt noch zulässig[16]. Die Break-up Fee im Umfang der Transaktionskosten bezweckt auch nicht die Garantie der Angebotsannahme durch die Angebotsempfänger im Sinne von Art. 111 OR. Eine kostendeckende Break-up Fee stellt u.E. vielmehr eine suspensiv bedingte primäre Leistungspflicht der Zielgesellschaft dar. Die Suspensivbedingung tritt ein, wenn die Angebotsempfänger das Angebot ablehnen bzw. ein konkurrierendes Angebot annehmen und das Angebot des Vertragspartners damit nicht zustande kommt. Eine Herabsetzung der kostendeckenden Break-up Fee durch den Richter ist also weder mittels Nachweis des tatsächlichen Schadens noch gestützt auf Übermässigkeit (Art. 163 Abs. 3 OR) möglich.

c) Lock-up

Ein *Lock-up* in einer Transaktionsvereinbarung soll das Angebot des Anbieters mittels Einräumung einer vorteilhaften Ausgangsposition gegen unerwünschte Angebote von Dritten absichern[17]. Falls sein Angebot nicht zustande kommt, sei es, weil die Angebotsempfänger dieses ablehnen, sei es, weil ein konkurrierendes Angebot erfolgreich ist, hat der mit einem Lock-up geschützte Anbieter die Möglichkeit, Teile der Zielgesellschaft zu einem in der Regel wesentlich unter dem Verkehrswert der betreffenden Aktiven liegenden Preis zu erwerben. Die abschreckende Wirkung eines Lock-up auf Aktionäre oder potentielle Drittanbieter hängt einerseits vom Ausübungspreis und andererseits von den umfassten Betriebsteilen ab[18].

Das Nichtzustandekommen des Angebots stellt in der Regel die Suspensivbedingung für den Verkauf der vom Lock-up umfassten Betriebsteile dar. Vom bedingten Kauf ist die ebenfalls suspensiv bedingte Gewährung eines Kaufsrechts zu unterscheiden. Im Gegensatz zum bedingten Kauf erwirbt der Anbieter dabei ein Gestaltungsrecht, welches er bei Eintritt der Bedingung ausüben kann, aber nicht muss.

Grundsätzlich ebenfalls denkbar ist ein unbedingter Verkauf bei Abschluss der Transaktionsvereinbarung. Im Unterschied zum suspensiv bedingten Kauf/Kaufsrecht schliesst der Anbieter bei dieser Variante in jedem Fall ein vorteilhaftes Geschäft auf Kosten der Zielgesellschaft ab. Die Frage nach der gesellschaftsrechtlichen Zulässigkeit eines solchen unbedingten Verkaufs stellt sich im Gegensatz zum suspensiv bedingten Kauf/Kaufsrecht auch dann, wenn das Angebot zustande kommt. Dieser Unterschied ist insbesondere dann relevant, wenn nach Vollzug der Übernahme noch Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft vorhanden sind.

d) Fiduciary out

Alle oben erwähnten Deal Protection-Massnahmen können zu Gunsten der Zielgesellschaft eine sog. *Fiduciary out Klausel* enthalten. Diese Klausel gewährt der Zielgesellschaft eine Ausstiegsmöglichkeit aus den betreffenden Verpflichtungen.

Beim Fiduciary out handelt es sich um eine mit den vereinbarten Leistungs- bzw. Unterlassungspflichten verbundene Resolutivbedingung. Die Vereinbarung eines Fiduciary out soll sicherstellen, dass der für die Zielgesellschaft handelnde Verwaltungsrat seiner Treue- und Sorgfaltspflicht während dem Übernahmeverfahren nachkommen kann. Wird ein besseres Konkurrenzangebot veröffentlicht, könnte der Verwaltungsrat unter Umständen die von der Zielgesellschaft eingegangenen Deal Protection-Verpflichtungen nämlich nicht mehr ohne Verletzung seiner Treue- und Sorgfaltspflicht erfüllen. Die als Fiduciary out bezeichnete Bedingung bezieht sich in der Regel auf die Publikation eines höheren Konkurrenzangebots[19].

---

11 Vgl. dazu Beispiel *Novartis,* in: Bohrer (FN 8), 139.
12 Tschäni/Diem (FN 3), 95.
13 Rudolf Tschäni, Tragweite und Auswirkung der sog. Auktionsregel bei Übernahmeangeboten, in: Hans Caspar von der Crone/Peter Forstmoser/Rolf H. Weber/ Roger Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts: Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 419 ff., 426.
14 Vgl. z.B. Angebotsprospekt von *Gatebrook Limited (Johnson)* an die Aktionäre der *Saia-Burgess* vom 27. August 2005, 12.
15 Tschäni/Diem (FN 3), 95; Peter R. Isler, Break-up Fee bei Unternehmenszusammenschlüssen, in: Nedim Peter Vogt/ Dieter Zobl (Hrsg.), Der Allgemeine Teil und das Ganze, Liber Amicorum für Hermann Schulin, Basel 2002, 83 ff., 86.
16 Vgl. dazu hinten Ziff. III.A.a)bb).
17 Vgl. Bsp. *Holvis,* in: Bohrer (FN 8), 141.
18 Zum Begriff des Lock-up siehe auch: Rolf Watter/Dieter Dubs, Organverhalten und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, in: AJP 1998, 1308 ff., 1324; Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 2004, § 11 N 347.
19 Bahar (FN 8), 163; vgl. z.B. Angebotsprospekt von *Johnson* i. S. *Saia-Burgess* (FN 14), 12.

III. Rechtliche Schranken der Transaktionsvereinbarung

A. Abschlusskompetenz des Verwaltungsrates

Wird die Transaktionsvereinbarung zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft abgeschlossen, so fragt sich zunächst, ob der Verwaltungsrat die Zielgesellschaft wirksam verpflichten kann. Es ist insbesondere zu prüfen, ob der Verwaltungsrat gesellschaftsintern für den Abschluss der Transaktionsvereinbarung zuständig ist (nachfolgend lit. a) und ob seine Vertretungsmacht für die Gesellschaft in Bezug auf das abzuschliessende Geschäft nicht ausnahmsweise eingeschränkt ist (nachfolgend lit. b).

a) Zuständigkeit des Verwaltungsrates

aa) Abgrenzung zur Kompetenz der Generalversammlung

Art. 716 Abs. 2 OR weist dem Verwaltungsrat die Führung der Geschäfte der Gesellschaft zu. Entscheidungen im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot und insbesondere der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung fallen grundsätzlich in die Geschäftsführungskompetenz des Verwaltungsrates und zwar unter Ausschluss der Generalversammlung[20].

Die Kompetenzen des Verwaltungsrates werden allerdings dort eingeschränkt, wo das Gesetz die Zuständigkeit der Generalversammlung zwingend vorsieht[21]. Eine gesetzliche Kompetenzzuweisung an die Generalversammlung im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot erfolgt in Art. 29 Abs. 2 BEHG. Gemäss dieser Bestimmung ist es dem Verwaltungsrat untersagt, während der Angebotsdauer bestimmte Abwehrmassnahmen zu beschliessen. Gemäss Wortlaut des Gesetzes beginnt die Verbotszeitspanne am Tag der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebots[22]. Im Gegensatz zu einem Teil der Lehre[23] will die Übernahmekommission die Verbotszeitspanne nur bei Vorliegen eines Umgehungstatbestandes schon vor diesem Zeitpunkt beginnen lassen[24].

Dem Verwaltungsrat fehlt damit ab Veröffentlichung einer Voranmeldung bzw. eines Angebots die Kompetenz zum Abschluss einer Transaktionsvereinbarung mit einem anderen Anbieter, sofern der Vollzug der Vereinbarung den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändern würde[25]. Eine bedeutende Veränderung des Aktiv- oder Passivbestandes der Gesellschaft liegt insbesondere dann vor, wenn einer der in Art. 35 Abs. 2 UEV-UEK nicht abschliessend aufgezählten Fälle erfüllt ist.

bb) Abgrenzung zur Kompetenz der Aktionäre

Im Gegensatz zur Fusion hängt die Annahme des öffentlichen Angebots nicht von einem Beschluss der Generalversammlung als Organ der Gesellschaft ab. Das Angebot richtet sich vielmehr an die einzelnen Aktionäre in ihrer Eigenschaft als Investoren. Es liegt einzig und allein im Ermessen des einzelnen Angebotsempfängers, ob er dieses annehmen will oder nicht. Der Verwaltungsrat darf daher keine Handlungen vornehmen, die den Entscheid der Angebotsempfänger materiell vorwegnehmen[26]. Eine solche Handlung wäre im Übrigen nichtig[27].

Die Freiheit der Aktionäre, das Angebot anzunehmen, wird jedenfalls dann beeinträchtigt, wenn der Verwaltungsrat dem Anbieter für die Gesellschaft untragbare finanzielle Entschädigungszahlungen für den Fall der Ablehnung des Angebots verspricht[28]. Insbesondere in Bezug auf Break-up Fee und Lock-up stellt sich daher die Frage, ob diese nicht die Freiheit der Aktionäre in unzulässiger Weise einschränken.

Die Verpflichtung zur Zahlung eines Betrages, der den Kostenersatz des Anbieters sicherstellen soll, ist nicht geeignet, die Freiheit des Aktionärs in unzulässiger Weise zu beeinträchtigen[29]. Gehen die versprochenen Zahlungen über den Kostenersatz hinaus, bezwecken sie allerdings die Abschreckung potentieller konkurrierender Anbieter bzw. die direkte Beeinflussung des Aktionärs und beschränken daher auch seine Entscheidungsfreiheit[30]. Derselbe Grundsatz ist auch bezüglich Lock-up anzuwenden.

---

20 Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 3. A., Zürich 2004, § 13 N 282; Tschäni/Diem (FN 3), 70.
21 Art. 716 Abs. 2 OR.
22 Art. 35 UEV-UEK i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. c UEV-UEK.
23 Böckli (FN 20), § 7 N 189; Urs Bertschinger, Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen – Art. 29 Abs. 2 BEHG, in: SJZ 94 (1998), 329 ff., 332; Peter V. Kunz, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001, 710, Carole Lea Gehrer, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Diss. Zürich 2003, 29.
24 Empfehlung vom 23. August 2005 i.S. *Saia-Burgess*, Ziff. 1.2.1.
25 Jrena Frauenfelder, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Diss. Zürich 2001, 124 f.
26 Bahar (FN 8),158; Böckli (FN 20), § 7 N 213.
27 Bahar (FN 8), 172.
28 Empfehlung i.S. *Forbo Holding AG* vom 7. März 2005, Erw. 8.2; Bohrer (FN 8), 139; Bahar (FN 8), 162; Alain Röthlisberger/Esther Nägeli, Defending against a Hostile Bid, A Defence Support Manual for SWX Swiss Exchange Listed Companies, Zürich 2004, 77; Urs Schenker, Acquisition of Interests in Listed Companies – The Rules on Public Tender Offer and the Notification of Acquisitions, Baker & McKenzie (Hrsg.), Zürich 2002, 68; Rudolf Tschäni, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 411.
29 Watter (FN 8), 7; Tschäni (FN 28), 411.
30 Bahar (FN 8), 173; Röthlisberger/Nägeli (FN 28), 77 f.

Vereinzelt wird argumentiert, dass Lock-up und Break-up Fee hingegen doch zulässig sein müssen, wenn die Gesellschaft darauf angewiesen ist, von einem Anbieter übernommen zu werden und sich kein Dritter findet, der ein Angebot ohne entsprechende Zusicherungen macht. Es wird geltend gemacht, dass die Freiheit der Aktionäre in diesem Fall nicht eingeschränkt bzw. den Aktionären vielmehr erst eine Entscheidmöglichkeit verschafft wird[31]. Die beschriebene Situation setzt aber gerade voraus, dass es neben dem potentiellen Anbieter keine konkurrierenden Anbieter gibt, vor denen der Anbieter geschützt werden müsste, und die Aktionäre das Angebot vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft nur annehmen können. Das Bedürfnis des Anbieters an einer solchen Klausel wäre bei Vorliegen der angesprochenen Ausnahmesituation also kaum gegeben. Die Aufnahme einer solchen Klausel in die Transaktionsvereinbarung impliziert vielmehr, dass dem Anbieter von dritter Seite Konkurrenz droht oder die Aktionäre evtl. sein Angebot, aus welchen Gründen auch immer, ablehnen könnten.

Die Aufnahme einer Fiduciary out Klausel, welche das Wegfallen der betreffenden Break-up Fee bzw. des Lock-up bei Veröffentlichung eines höheren Angebots zur Folge hätte, würde die bestehende Freiheitsbeschränkung der Aktionäre nur teilweise beseitigen. Konkurrierende Angebote würden damit zwar unbeschränkt zugelassen. Bleibt das höhere Konkurrenzangebot allerdings aus, haben die Aktionäre weiterhin nur die Wahl zwischen der Annahme des Angebots oder der Inkaufnahme des Risikos finanzieller Nachteile bei Nichtzustandekommen des Angebots. Break-up Fee und Lock-up Vereinbarungen, die über einen Kostenersatz hinausgehen, schränken daher grundsätzlich die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre in unzulässiger Weise ein.

cc) Delegation an Geschäftsführung

Aufgaben, die dem Verwaltungsrat durch Art. 716a OR zugewiesen sind, stellen unübertragbare und unentziehbare Aufgaben des Verwaltungsrates dar und können von diesem nicht delegiert werden. Die Oberleitung der Gesellschaft fällt in diesen Katalog undelegierbarer Kompetenzen des Verwaltungsrates. Sie umfasst insbesondere die strategische Führung der Gesellschaft, worunter auch die Vornahme von zentralen Weichenstellungen während dem Übernahmeangebot zu subsumieren ist[32]. Es handelt sich dabei um Entscheide, die das Zustandekommen und die Erfolgschancen eines Angebots und damit die zukünftige Ausrichtung der Gesellschaft massgeblich beeinflussen können. Grundsatzentscheidungen wie die Aufnahme von Vertragsverhandlungen und der Abschluss von Transaktionsvereinbarungen, insbesondere wenn diese Deal Protection-Massnahmen vorsehen, sind daher ausschliesslich vom Verwaltungsrat zu beschliessen[33]. Das bedeutet aber nicht, dass der Verwaltungsrat in diesem Zusammenhang alles selber tun muss. Vorbereitende Handlungen können selbstverständlich an die Geschäftsführung delegiert werden[34].

b) Einschränkungen der Vertretungsmacht

aa) Zweckartikel

Gemäss Art. 718a Abs. 1 OR kann der Verwaltungsrat alle Handlungen vornehmen, die der Zweck der Gesellschaft mit sich bringen kann. Dies beinhaltet auch ungewöhnliche Handlungen, die vom Gesellschaftszweck zumindest nicht geradezu ausgeschlossen sind[35]. Von der Vertretungsmacht des Verwaltungsrates nicht mehr erfasst sind die faktische Liquidation oder die faktische Zweckänderung[36]. In Ausnahmesituationen wird dem Verwaltungsrat gemäss Bundesgericht zwar sogar in diesen Fällen eine ausserordentliche Vertretungsmacht zugestanden, eine solche Ausnahmesituation liegt in einem Übernahmeverfahren jedoch gerade nicht vor[37].

Eine faktische Liquidation wird dann angenommen, wenn die für die Zweckverfolgung notwendigen Teile einer Gesellschaft ohne Einhaltung der Liquidationsbestimmungen veräussert werden. Werden zwar wesentliche, aber für die Fortführung der Gesellschaft nicht notwendige Unternehmensteile oder Aktiven veräussert, ist unter Umständen der Tatbestand der faktischen Zweckänderung erfüllt. In beiden Fällen sind Handlungen des Verwaltungsrates mangels Vertretungsmacht nichtig[38]. Eine faktische Liquidation bzw. Zweckänderung kann im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot dann vorliegen, wenn vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft wichtige Unternehmensteile, sog. *Crown Jewels,* an einen Anbieter verkauft oder diesem mittels Lock-up ein Kaufsrecht daran eingeräumt wird[39]. Enthält die Transaktionsvereinbarung Bestimmungen, die einer faktischen Liquidation bzw. Zweckänderung gleichkommen, kann diese ohne entsprechenden Generalversammlungsbeschluss nicht gültig abgeschlossen werden[40].

bb) Interessenkonflikt

Die Vertretungsmacht des Verwaltungsrates kann auch infolge eines Interessenkonfliktes eingeschränkt sein. Der Verwaltungsrat befindet sich in einem rechtlich relevanten Interessenkonflikt, wenn er am Rechtsgeschäft, das er in seiner Funktion als Organvertreter abgeschlossen hat,

31 Tschäni/Diem (FN 3), 97; Tschäni (FN 13), 426; Watter/Dubs (FN 18), Fn. 111.
32 Böckli (FN 20), § 13 N 307; Isler (FN 15), 89.
33 Tschäni/Diem (FN 3), 71.
34 Böckli (FN 20), § 13 N 434.
35 BGE 116 II 320, E. 3.
36 Bahar (FN 8), 172.
37 Bohrer (FN 8), 129, 132.
38 Bohrer (FN 8), 131; Böckli (FN 20), § 17 N 79; Bahar (FN 8), 52.
39 Bohrer (FN 8), 132; Böckli (FN 20), § 7 N 229.
40 Sei es gemäss Art. 704 Abs. 1 Ziff. 1 OR bei einer faktischen Zweckänderung oder gemäss Art. 736 Ziff. 2 OR bei einer faktischen Liquidation.

ein eigenes Interesse hat und sich das Rechtsgeschäft potentiell zum Nachteil der Gesellschaft auswirken kann[41]. Gemäss Bundesgericht sind besonders strenge Massstäbe anzulegen, wenn der Verwaltungsrat in eigenem Interesse handelt[42]. Insbesondere Rechtsgeschäfte, in denen ein Selbstkontrahieren oder eine Doppelvertretung durch den Verwaltungsrat vorliegt, werden von der organschaftlichen Vertretungsmacht des Verwaltungsrates nicht abgedeckt und sind daher grundsätzlich nichtig[43]. Die Nichtigkeit des Geschäfts kann nur verhindert werden, wenn dieses durch ein neben- (d.h. ein unbefangenes Verwaltungsratsmitglied) oder ein übergeordnetes Organ (die Generalversammlung) genehmigt wird oder der Interessenkonflikt mangels Benachteiligungsgefahr materiell unbedenklich ist[44].

Übernahmeversuche tangieren immer elementare Interessen des Verwaltungsrates, da dieser bei geglückter Übernahme regelmässig ausgewechselt wird[45]. Der Verwaltungsrat kann daher ein erhebliches Interesse daran haben, ein Übernahmeangebot zu bekämpfen. Die latente Gefahr eines Interessenkonflikts zwischen den Eigeninteressen des Verwaltungsrates und dem Gesellschaftsinteresse wurde auch vom Gesetzgeber erkannt, hat dieser doch in Art. 29 Abs. 2 BEHG ein Handlungsverbot des Verwaltungsrates im Bereich der Abwehrmassnahmen statuiert[46]. Da der potentielle Interessenkonflikt des Verwaltungsrates naturgemäss jedem Übernahmeverfahren inhärent ist, wäre eine generelle Ausstandspflicht des Verwaltungsrates während dem Übernahmeverfahren weder praktikabel noch sinnvoll. Der wirtschaftliche Handlungsspielraum der Aktiengesellschaft würde dadurch enorm eingeschränkt und die Aktionäre wären dem Anbieter schutzlos ausgeliefert[47]. Der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ist daher unproblematisch, wenn es bei der dem Übernahmeverfahren inhärenten Interessenberührung bleibt. Der Verwaltungsrat befindet sich in diesem Fall nicht in einem rechtlich relevanten Interessenkonflikt und es ist davon auszugehen, dass er die Transaktionsvereinbarung in Wahrnehmung seiner Treuepflicht abgeschlossen hat.

Im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen werden neben Transaktionsvereinbarungen manchmal auch Entschädigungsvereinbarungen mit bestimmten Schlüsselpersonen der Zielgesellschaft abgeschlossen. Neben Abgangsentschädigungen kommen auch Zahlungsversprechen vor, welche für den Fall geschuldet sind, dass es zu einem Übernahmeangebot kommt bzw. das Angebot zustande kommt (sog. Retention Payments)[48]. Mit Vereinbarung solcher Retention Payments intensiviert sich der dem Übernahmeverfahren inhärente Interessenkonflikt zwischen dem Eigeninteresse des Verwaltungsrates und dem Gesellschaftsinteresse der Zielgesellschaft. Der Abschluss von Deal Protection-Massnahmen liegt nun unmittelbar im Eigeninteresse des Verwaltungsrates, da er eine geldwerte Leistung versprochen erhält, wenn die betreffenden Massnahmen zur Annahme des Angebots führen. Der Verwaltungsrat, der für den Fall des Zustandekommens des Angebots entschädigt wird, kann nicht mehr unbefangen die Gesellschaft im Rahmen einer Transaktionsvereinbarung verpflichten. Er befindet sich in einem rechtlich relevanten Interessenkonflikt.

Formell liegt im beschriebenen Fall weder ein Selbstkontrahieren noch eine Doppelvertretung, sondern vielmehr ein Eigengeschäft vor. Beim Eigengeschäft schliesst der Vertreter namens des Vertretenen im eigenen Interesse mit einem Dritten einen Vertrag[49]. Gemäss Bundesgericht schliesst die Vertretungsbefugnis des Verwaltungsrates gegenüber seiner Gesellschaft stillschweigend solche Eigengeschäfte aus. Eine derartige Einschränkung der Vertretungsbefugnis kann dem gutgläubigen Dritten allerdings nicht entgegengehalten werden[50]. Im Gegensatz zum Selbstkontrahieren oder der Doppelvertretung fällt die Vertretungsmacht beim Eigengeschäft aus Gründen der Verkehrssicherheit nicht automatisch dahin, sondern entfällt nur dann, wenn der Dritte den Interessenkonflikt auch erkannt hat bzw. hätte erkennen müssen[51].

Der Anbieter, der dem Verwaltungsrat für das Zustandekommen des Angebots eine Entschädigung verspricht, muss den dadurch entstehenden Interessenkonflikt bei gebührender Sorgfalt erkennen. Es ist daher davon auszugehen, dass der Verwaltungsrat in einer solchen Konstellation gegenüber dem Anbieter grundsätzlich ohne Vertretungsmacht handelt[52]. Kann der Mangel nicht geheilt werden, ist die abgeschlossene Transaktionsvereinbarung nichtig,

41 Daniel Daeniker, Die zwei Hüte des Verwaltungsrates, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, 113 ff., 117; Böckli (FN 20), § 13 N 639; Hans Caspar von der Crone, Interessenkonflikte im Aktienrecht, in: SZW 1994, 1 ff., 3 (nachfolgend zit.: von der Crone, Interessenkonflikte); Adriano Margiotta, Interessenkonflikte des Verwaltungsrats im Rahmen öffentlicher Übernahmeangebote, in: Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 131 ff., 133.

42 BGE 4C.258/2003, E. 2.2.2; BGE 113 II 57 E. 3a.

43 Daeniker (FN 41), 127; Böckli (FN 20), § 13 N 602 f.; von der Crone, Interessenkonflikte, (FN 41), 5 f.

44 BGE 126 III 361 ff. und 127 III 332, E. 2b; Daeniker (FN 41), 124; Margiotta (FN 41), 151; von der Crone, Interessenkonflikte, (FN 41), 8 f.; Böckli (FN 20), § 13 N 603.

45 Frauenfelder (FN 25), 42; Bahar (FN 8), 190; Robert Bernet, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Zürich 1998, 264.

46 Frauenfelder (FN 25), 107.

47 Frauenfelder (FN 25), 43; von der Crone, Interessenkonflikte, (FN 41), 4; Margiotta (FN 41), 147.

48 Tschäni/Diem (FN 3), 100.

49 Ansgar Schott, Insichgeschäft und Interessenkonflikt, Zürich 2002, 86.

50 BGE 126 III 361 E. 3a; Dieter Zobl, Probleme der organschaftlichen Vertretungsmacht, in: ZBJV 125 (1989), 289 ff., 295 f.; Schott (FN 49), 96.

51 BGE 126 III 361, E. 3a.

52 Margiotta (FN 41),151; Bettina Stutz/Hans Caspar von der Crone, Kontrolle von Interessenkonflikten im Aktienrecht, in: SZW 2003, 102 ff., 106.

selbst wenn sich der Interessenkonflikt im konkreten Fall nicht zum Nachteil der Gesellschaft auswirkt[53].

Die stillschweigende Beschränkung der Vertretungsbefugnis entfällt beim Vorliegen eines Eigengeschäfts dann, wenn der betreffende Verwaltungsrat in analoger Anwendung der Regeln des Selbstkontrahierens nachweist, dass er pflichtgemäss handelte. Dieser Nachweis ist ihm dann gelungen, wenn er den Abschluss der Transaktionsvereinbarung durch ein unbefangenes Verwaltungsratsmitglied oder die Generalversammlung genehmigen lässt oder eine Benachteiligung der Gesellschaft ausgeschlossen werden kann[54]. Eine Benachteiligung der Gesellschaft kann dann ausgeschlossen werden, wenn die von der Gesellschaft eingegangenen Verpflichtungen vom Vertragspartner angemessen entschädigt werden. Einer Beschränkung der Vertretungsbefugnis und damit auch der Vertretungsmacht kann der Verwaltungsrat daher dann entgehen, wenn er sich bezüglich materieller Angemessenheit der Gegenleistung des Anbieters auf die Bewertung eines unabhängigen Experten berufen kann.

Die im Zusammenhang mit der Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft in Auftrag gegebene Fairness Opinion nimmt Stellung zur Angemessenheit des Angebotspreises. Die Fairness Opinion behandelt aber nicht die Frage, ob die für die Zielgesellschaft mit der beabsichtigten Übernahme verbundenen Vorteile, die der Zielgesellschaft durch Deal Protection-Massnahmen zugefügten Nachteile aufwiegen[55]. Eine Fairness Opinion zum Angebotspreis ist damit nicht geeignet, um die Benachteiligung der Gesellschaft von vornherein auszuschliessen und die Vermutung der fehlenden Vertretungsmacht zu beseitigen.

B. Inhaltliche Schranken

Konnte der Verwaltungsrat die Zielgesellschaft mit dem Abschluss der Transaktionsvereinbarung wirksam verpflichten, so ist weiter zu prüfen, ob der Inhalt der Transaktionsvereinbarung auch materiell allen aktien- und übernahmerechtlichen Bestimmungen standhält.

a) Aktienrecht

aa) Gesellschaftsinteresse

(i) Umfang des Gesellschaftsinteresses

Der Verwaltungsrat hat die Pflicht, seine Handlungen am Gesellschaftsinteresse der Gesellschaft auszurichten[56]. Ob das Gesellschaftsinteresse sich nur an einem typisierten Aktionärsinteresse zu orientieren oder auch andere Interessen zu berücksichtigen hat, ist in der Lehre umstritten[57]. In beiden Fällen zielt das Gesellschaftsinteresse auf die nachhaltige Wertsteigerung des Unternehmens ab[58]. Selbst wenn man davon ausgeht, dass alleine das Aktionärsinteresse als Massstab für das Gesellschaftsinteresse gilt, wird der Verwaltungsrat während dem Übernahmeverfahren nicht zum Vertreter der Aktionäre[59]. Als Leitungsorgan der Gesellschaft hat dieser den Wert des Unternehmens zu steigern. Eine Verpflichtung gegenüber den einzelnen Aktionären und Angebotsempfängern, den Angebotspreis durch aktives Herbeiführen eines Auktionsverfahrens positiv zu beeinflussen, kommt dem Verwaltungsrat nicht zu. Die herrschende Lehre verneint aus diesem Grund zu Recht eine Auktionspflicht des Verwaltungsrates[60]. Ausserdem wird das Interesse der Aktionäre an einem Auktionsverfahren durch das Übernahmerecht mittels Gewährleistung der Widerrufsmöglichkeit des Angebotsempfängers und der Gleichbehandlungspflicht der Anbieter durch die Zielgesellschaft ausreichend geschützt.

Obwohl das schweizerische Aktienrecht dem Verwaltungsrat keine Auktionspflicht auferlegt, hat dieser alles zu unterlassen, was nicht im Gesellschaftsinteresse liegt[61]. Hinzu kommt in einer Übernahmesituation, dass die im Interesse jeder Gesellschaft liegende Disziplinierungs- und Allokationsfunktion des Unternehmenskontrollmarktes nur dann gewährleistet ist, wenn konkurrierende Anbieter nicht vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft abgehalten werden, ein Angebot zu unterbreiten[62].

Die einzelnen Deal Protection-Massnahmen können je nach ihrer Ausgestaltung (potentielle) konkurrierende Anbieter verschieden stark behindern. Je stärker die Behinderungswirkung der betreffenden Massnahme ist, desto schwerer wird sie im Einzelfall mit dem Gesellschaftsinteresse in Einklang zu bringen sein. Es fragt sich, inwiefern die aktive Be- bzw. Verhinderung von konkurrierenden Angeboten durch den Verwaltungsrat noch im Interesse der Gesellschaft sein kann.

Eine Transaktionsvereinbarung liegt dann nicht mehr im Gesellschaftsinteresse, wenn die Zielgesellschaft durch ihren Abschluss Nachteile erleidet, ohne dafür eine adäquate Gegenleistung zu erhalten. Schliesst der Verwaltungsrat ei-

53 BGE 126 III 361, E. 3a; Schott (FN 49), 98; Stutz/von der Crone (FN 52), 105.
54 Vgl. dazu vorne FN 44.
55 Zur Frage, wann ein Angebot eine angemessene Entschädigung für die durch Deal-Protection Massnahmen in Kauf genommenen Nachteile darstellt, vgl. hinten Ziff. III. B.a)aa)(iii).
56 Art. 717 Abs. 1 OR.
57 Zur Kontroverse siehe u.a. Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 3 N 16 ff.
58 Beat Brechbühl/Christoph Hurni, "Gesellschaftsinteresse" im Übernahmekampf, in: AJP 2005, 1547 ff., 1552.
59 Böckli (FN 20), § 7 N 221; Tschäni/Diem (FN 3), 74.
60 Bohrer (FN 8), 148; Bahar (FN 8), 160; Frauenfelder (FN 25), 209; Watter/Maizar (FN 1), 26.
61 Böckli (FN 20), § 13 N 600, § 7 N 147; Tschäni/Diem (FN 3), 75.
62 Zu den Funktionen des Unternehmenskontrollmarktes vgl. Frauenfelder (FN 25), 22 ff.; Gehrer (FN 23), 73.

nen solchen Vertrag ab, verletzt er seine Sorgfalts- und Treuepflicht und setzt sich dem Haftungsrisiko von Art. 754 OR aus[63]. Für die Beurteilung, ob eine adäquate Gegenleistung vorliegt, sind auch mittelbare Vorteile aus dem Geschäft zu berücksichtigen[64]. Die betreffende Gegenleistung ist dann adäquat, wenn sie im Vergleich zu den Verpflichtungen der Zielgesellschaft aus der Transaktionsvereinbarung und der momentanen Interessenlage der Zielgesellschaft, insbesondere der wirtschaftlichen Situation der Gesellschaft, angemessen ist.

(ii) Wahrung des Gesellschaftsinteresses bei der Due Diligence

Im Rahmen der Pre-Offer Due Diligence gewährt die Zielgesellschaft dem Anbieter Einblick in vertrauliche Geschäftsunterlagen. Diese Offenlegung kann je nach Art der Informationen den Interessen der Zielgesellschaft zuwider laufen[65]. Es ist dabei zu unterscheiden zwischen relativen Geschäftsgeheimnissen mit der Gesellschaft als Geheimnisherrn und den absoluten Geschäftsgeheimnissen, bei denen die Zielgesellschaft aus Vertrag oder Gesetz verpflichtet ist, das Geschäftsgeheimnis Dritter zu wahren[66].

Werden während der Due Diligence relative Geschäftsgeheimnisse offengelegt, muss das Interesse der Gesellschaft entsprechend geschützt werden. Es ist dazu neben der Geheimhaltungserklärung vom Anbieter eine Bestätigung zu verlangen, dass die ihm zur Verfügung gestellten Informationen nur zum Zweck der Due Diligence verwendet werden. Absolute Geschäftsgeheimnisse dürfen dagegen ohne Einwilligung des Geheimnisherrn grundsätzlich nur in anonymisierter Form offengelegt werden[67].

Werden bei der Due Diligence dem Anbieter Personendaten zur Verfügung gestellt, so sind auch die datenschutzrechtlichen Bestimmungen zu beachten. Gibt die Zielgesellschaft bei der Offenlegung die Herrschaft über die Daten nicht auf, so stellt die Offenlegung eine zulässige Weitergabe von Daten an Dritte dar[68]. Wird die Sicherung der Daten im Rahmen einer Due Diligence mittels Geheimhaltungsvereinbarung gewährleistet und die Verwendung der Daten auf die betreffende Due Diligence beschränkt, so kann davon ausgegangen werden, dass die Zielgesellschaft die Herrschaft über die Daten während der Due Diligence nicht aufgibt[69].

Sofern im Rahmen der Due Diligence ganze Datensammlungen in Länder ohne gleichwertige Datenschutzgesetzgebung übermittelt werden, ist eine Meldepflicht beim Eidgenössischen Datenschutzbeauftragten zu beachten[70]. Da der Due-Diligence-Bericht in der Regel keine Datensammlung darstellt, ist dessen Übermittlung auch in Länder mit tieferem Schutzniveau[71] ohne Meldung möglich[72].

Werden die erwähnten Schutzmassnahmen zur Wahrung der Geschäftsgeheimnisse und Einhaltung der Datenschutzgesetzgebung getroffen, so hat die Gewährung einer Due Diligence im Rahmen eines Übernahmeprozesses keine nachteiligen Folgen für die Zielgesellschaft. Deren Gesellschaftsinteresse ist damit gewahrt.

(iii) Wahrung des Gesellschaftsinteresses bei Deal Protection-Massnahmen

Exklusivitätsvereinbarungen

No-shop Klauseln verbieten der Zielgesellschaft, aktiv nach weiteren Angeboten zu suchen. Da der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft keine Pflicht zur Durchführung eines Auktionsverfahrens hat, müssen solche Klauseln grundsätzlich zulässig sein. Schliesslich behindern No-shop Klauseln Konkurrenzangebote nicht. Der Verwaltungsrat darf mit anderen Anbietern nach wie vor verhandeln, wenn diese von sich aus an ihn herantreten[73].

Die oftmals mit der No-shop Klausel verbundene Verpflichtung, ein bestimmtes Angebot zur Annahme zu empfehlen, schränkt potentielle Anbieter auf den ersten Blick zwar nicht übermässig ein. Geht die Zielgesellschaft eine solche Verpflichtung ein, muss der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft allerdings in Wahrnehmung seiner Sorgfaltspflicht bereits geprüft haben, ob das zu empfehlende Angebot auch wirklich im Gesellschaftsinteresse liegt. Da ein konkurrierendes Angebot unter Umständen das Gesellschaftsinteresse noch besser wahren kann, muss sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ausserdem mittels Fiduciary out vorbehalten, auf die Empfehlung bei Publikation eines besseren Drittangebots zurückkommen zu können. Ansonsten könnte der Verwaltungsrat sein Ermessen in einem solchen Fall nicht mehr pflichtgemäss ausüben, ohne dass die Zielgesellschaft die Transaktionsvereinbarung verletzen würde.

Die Verpflichtung der Zielgesellschaft, ein potentielles konkurrierendes Angebot zur Ablehnung zu empfehlen, kann dagegen nie im Gesellschaftsinteresse liegen. Eine

63 Böckli (FN 20), § 13 N 569; BSK OR II-Watter, Art. 717 N 12.
64 Arnold F. Rusch, Interzession im Interesse des Aktionärs, Zürich 2004, 51; Dieter Aebi, Interzession – Kreditsicherungsgeschäfte im Interesse des beherrschenden Aktionärs und des Konzerns, Diss. Zürich 2001, 72.
65 Jakob Höhn, Einführung in die rechtliche Due Diligence, Zürich 2003, 42.
66 Höhn (FN 65), 43.
67 Zur Möglichkeit der Offenlegung gegenüber einem Berater des Anbieters oder der Ernennung einer Vertrauensperson des Anbieters in den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft siehe: Höhn (FN 65), 48.
68 Art. 14 DSG.
69 Dieter Gericke, M&A und Datenschutz, in: SJZ 99 (2003), 1 ff., 6; Höhn (FN 65), 49; Oliver Blum, Rechtliche Bedeutung der Due Diligence, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich/Basel/Genf 2006, 175 ff., 202.
70 Art. 6 Abs. 3 DSG i.V.m. Art 7 Abs. 2 VDSG.
71 Darunter fallen insbesondere auch die USA.
72 Gericke (FN 69), 9; Höhn (FN 65), 51; Blum (FN 69), 203.
73 Watter (FN 8), 7; a.M. Böckli (FN 20), § 7 N 147; Tschäni/Diem (FN 3), 98.

solche Verpflichtung würde dem Verwaltungsrat die pflichtgemässe Ausübung des Ermessens bei der Beurteilung eines anderen Angebots verunmöglichen[74].

Problematischer als No-shop Klauseln sind No-talk Klauseln. Diese benachteiligen Konkurrenzanbieter so stark, dass sie selbst in wirtschaftlichen Ausnahmesituationen der Zielgesellschaft kaum in deren Interesse liegen können. Selbst wenn für den Fall eines besseren Konkurrenzangebots ein Fiduciary out vorgesehen wird, ist fraglich, ob eine derartige Klausel im Gesellschaftsinteresse sein kann. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann in diesem Fall zwar weiterhin mit Konkurrenzanbietern verhandeln, sofern diese bereit sind, ein besseres Angebot zu lancieren. Ein Konkurrenzanbieter wird aber selten bereit sein, ein besseres Angebot zu lancieren, bevor er sich mittels Gesprächen mit der Unternehmensspitze der Zielgesellschaft und Durchführung einer Due Diligence ein Bild von der betreffenden Gesellschaft machen konnte[75].

Break-up Fee bzw. Lock-up

Das Gesellschaftinteresse kann auch dann verletzt sein, wenn dem Anbieter in Form von Deal Protection-Massnahmen vermögenswerte Leistungen zugesichert werden, ohne dass die Zielgesellschaft dafür eine adäquate Gegenleistung erhält[76]. Insbesondere bei einer Break-up Fee oder einem Lock-up ist daher zu prüfen, ob die Gesellschaft für eine solche Vereinbarung adäquat entschädigt wird.

Falls die eingegangenen Verpflichtungen gegenüber dem Anbieter im Falle des Scheiterns des Angebots die nachhaltige Überlebensfähigkeit der Gesellschaft gefährden oder die weitere Entwicklung ihrer Geschäftstätigkeit erheblich beeinträchtigen, sind sie per se nicht mit dem Gesellschaftsinteresse vereinbar[77]. Haben Break-up Fee oder Lock-up diese Wirkung auf die Gesellschaft, wird der Verwaltungsrat beim Abschluss solcher Vereinbarungen allerdings bereits kompetenzwidrig in die Entscheidfreiheit der Aktionäre eingreifen[78].

Führt die Annahme eines Angebots zu einer Wertsteigerung der Gesellschaft, so liegt das Angebot im Gesellschaftsinteresse und stellt für diese einen gewissen Wert dar. Die Höhe des Angebotspreises sagt dabei nichts über eine Wertsteigerung der Zielgesellschaft durch die Übernahme aus. Der Angebotspreis ist für die Beurteilung, ob ein Angebot im Interesse der Gesellschaft liegt, nicht entscheidend. Eine Wertsteigerung ist z.B. bei einem Zusammenschluss von zwei sich komplementär ergänzenden Gesellschaften und den damit verbundenen Synergien zu erwarten. Die Erweiterung der Produktepalette und des Kundenkreises, die Zusammenlegung von Ressourcen, Forschungs-, Entwicklungs- oder anderen Abteilungen oder allgemein die Realisierung von Skaleneffekten können ein Übernahmeangebot für die Zielgesellschaft unter Umständen wirtschaftlich äusserst interessant machen[79].

Ob die Zielgesellschaft für eine für sie nachteilige Deal Protection-Massnahme vom Anbieter adäquat entschädigt wird, hängt vom wirtschaftlichen Wert des Angebots für die Zielgesellschaft ab. Die Beurteilung der Adäquanz der so definierten Gegenleistung mittels Drittvergleich wird in der Regel am fehlenden Markt scheitern. Ist eine Break-up Fee (bzw. Lock-up) als Kostenersatz ausgestaltet, so wird allerdings ein Angebot, das bei Annahme eine Wertsteigerung der Zielgesellschaft zur Folge hätte, grundsätzlich auch eine adäquate Gegenleistung darstellen. Solche Klauseln sollen nämlich den betreffenden Anbieter im Falle des Nichtzustandekommens seines Angebotes für seine nutzlos gewordenen Aufwendungen entschädigen und ermöglichen daher oft erst die Lancierung des Angebots[80]. Ist das Angebot selber im Interesse der Gesellschaft, so kann davon ausgegangen werden, dass der Wert des Angebots mindestens dem mit dessen Lancierung verbundenen Aufwand entspricht.

Führt der mit dem Angebot beabsichtigte Zusammenschluss nicht zu einer Wertsteigerung auf Seiten der Zielgesellschaft, so rechtfertigt sich aus Sicht der Zielgesellschaft auch keine Verpflichtung in Form einer Break-up Fee oder einem Lock-up und zwar nicht einmal als Kostenersatz.

Wird dem Anbieter in der Transaktionsvereinbarung mittels Deal Protection-Massnahme eine vermögenswerte Leistung zugesichert, ohne dass der Zielgesellschaft eine adäquate Gegenleistung zukommt, so verstösst der Abschluss einer solchen Vereinbarung gegen das Gesellschaftsinteresse. Der Verwaltungsrat, der eine solche Transaktionsvereinbarung für die Gesellschaft abschliesst, verletzt seine Sorgfaltspflicht und kann gemäss Art. 754 OR für den daraus entstehenden Schaden haftbar gemacht werden[81].

Der Abschluss einer für die Gesellschaft ungünstigen Transaktionsvereinbarung wird in der Regel nichts am gültigen Zustandekommen derselben ändern. Das sorgfaltspflichtwidrige Verhalten des Verwaltungsrates wird zwar nicht von dessen Vertretungsbefugnis erfasst, eine solche interne Beschränkung kann dem gutgläubigen Anbieter allerdings nicht entgegengehalten werden[82]. Die Vertretungsmacht wird nur dann fehlen, wenn der Anbieter hätte erkennen müssen, dass die Transaktionsvereinbarung gegen das Gesellschaftsinteresse verstösst. Dies wird bei Vereinbarung einer unüblich hohen Break-up Fee bzw. eines Lock-up, welche(r) in keinem Verhältnis zum wirtschaftlichen Wert des Angebots für die Zielgesellschaft stehen, anzunehmen sein. In solchen Fällen wird dem Verwaltungs-

74 Tschäni/Diem (FN 3), 93.
75 Tschäni/Diem (FN 3), 79; Watter/Maizar (FN 1), 29.
76 Vgl. dazu vorne Ziff. III.B.a)aa)(i).
77 Tschäni/Diem (FN 3), 92.
78 Vgl. dazu vorne Ziff. III.A.a)bb).
79 Zu den möglichen wertsteigernden Auswirkungen einer Übernahme auf eine Zielgesellschaft vgl. z.B. Angebotsprospekte von: *Crucell* i.S. *Berna Biotech AG* vom 15. Dezember 2005, 5; *Johnson* i.S. *Saia Burgess* vom 27. August 2005, 3; *Danaher* i.S. *Leica Geosystems* vom 28. Juli 2005, 3; *Smith & Nephew* i.S. *Centerpulse* vom 25. April 2003, 11; *Zimmer* i.S. *Centerpulse* vom 19. Juni 2003, 4.
80 Watter/Maizar (FN 1), 33; Tschäni/Diem (FN 3), 97.
81 ZR 1960 330, 333; BSK OR II-Watter, Art. 717 N 12.
82 BGE 126 III 363, E. 3a; Rusch (FN 64), 44 ff.

rat aber ohnehin bereits die Kompetenz zum Abschluss der entsprechenden Transaktionsvereinbarung fehlen[83].

bb) Rückerstattung von verdeckten Gewinnausschüttungen

Art. 678 OR ermöglicht die Rückforderung ungerechtfertigter Leistungen der Gesellschaft an Aktionäre, Verwaltungsratsmitglieder und andere nahe stehende Personen. Die Bestimmung zielt auf ungerechtfertigte Ausschüttungen zu Gunsten einer die Gesellschaft kontrollierenden Person ab[84]. Eine verdeckte Gewinnausschüttung kann daher nicht vorliegen, wenn der Aktionärsstatus für die Gewährung der Leistung irrelevant war[85]. Ein Minderheitsaktionär, der keinen Einfluss auf die Gewährung der Leistung an ihn hatte, ist wie ein unabhängiger Dritter zu behandeln. Die Anwendung von Art. 678 OR rechtfertigt sich nämlich nur, wenn der Aktionär auch tatsächlich aufgrund seiner Aktionärsstellung die Gesellschaft zu einer ungerechtfertigten Leistung bewegen konnte.

Der Anspruch auf Rückerstattung steht der Gesellschaft und den anderen Aktionären zu; diese klagen auf Leistung an die Gesellschaft[86]. Voraussetzung der Rückerstattungspflicht ist einerseits die Ungerechtfertigtheit der Leistung und andererseits die Bösgläubigkeit des Empfängers[87]. Eine ungerechtfertigte Leistung kann insbesondere bei einer verdeckten Gewinnausschüttung gegeben sein.

Eine verdeckte Gewinnausschüttung im Sinne von Art. 678 Abs. 2 OR liegt dann vor, wenn ein offenbares Missverhältnis zwischen der Leistung der Gesellschaft und der Gegenleistung des Leistungsempfängers besteht[88]. Ein Missverhältnis ist dann offensichtlich, wenn das Ungleichgewicht zwischen Leistung und Gegenleistung jeglichen vernünftigen wirtschaftlichen Grundes entbehrt[89]. Liegt eine verdeckte Gewinnausschüttung vor, so ist die Leistung auch aktienrechtlich ungerechtfertigt und der böse Glaube ist im Falle eines offenbaren Missverhältnisses zu vermuten[90].

Wird die Transaktionsvereinbarung, welche eine Break-up Fee oder einen Lock-up enthält, mit einem kontrollierenden Aktionär abgeschlossen, so kann grundsätzlich bei fehlender adäquater Gegenleistung des Aktionärs eine rückerstattungspflichtige verdeckte Gewinnausschüttung vorliegen. Eine Gewinnausschüttung ohne Einhaltung der gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen hat gemäss herrschender Lehre die Nichtigkeit der Ausschüttung zur Folge[91]. Als Folge davon sieht Art. 678 Abs. 3 OR vor, dass sowohl die Gesellschaft als auch andere Aktionäre die Rückerstattung der ungerechtfertigten Leistungen an die Gesellschaft verlangen können. Da der Verwaltungsrat bei der verdeckten Gewinnausschüttung seine Sorgfaltspflichten verletzt, kommt auch eine Verantwortlichkeitsklage gegen denselben in Frage[92].

cc) Gleichbehandlung der Aktionäre

Der Verwaltungsrat hat die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln[93]. Das Gleichbehandlungsgebot ist relativer Natur. Ungleichbehandlungen sind dann gerechtfertigt, wenn diese für die Wahrung der Gesellschaftsinteressen erforderlich sind. Ist eine Ungleichbehandlung durch das Gesellschaftsinteresse geboten, so hat der Verwaltungsrat getreu dem Prinzip der schonenden Rechtsausübung das für die Erreichung des Zwecks am wenigsten einschneidende Mittel zu wählen[94]. Der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre ist im Zusammenhang mit einer Transaktionsvereinbarung dann zu beachten, wenn der Anbieter bereits Aktionär ist.

Die Gewährung einer Due Diligence, mit der dem Anbieter nicht öffentlich bekannte Informationen bekannt gegeben werden, könnte bereits eine Ungleichbehandlung gegenüber den anderen Aktionären darstellen. Da die Lancierung eines Angebots vielfach von einer Pre-Offer Due Diligence abhängen wird[95], wird eine Ungleichbehandlung aber regelmässig durch das Gesellschaftsinteresse geboten sein. Andernfalls wäre der Anbieter, welcher bereits Aktionär ist, gegenüber dem konkurrierenden Anbieter, welcher nicht Aktionär ist, benachteiligt.

Sind die Aktien der Zielgesellschaft vinkuliert, so stellt sich die Frage, ob der Verwaltungsrat mit dem Anbieter vereinbaren darf, diesen als Aktionär von vinkulierten Namenaktien in Ausübung seines Ermessens über einen statutarischen Grenzwert einzutragen. Die Eintragung des Anbieters über den statutarischen Grenzwert würde dann eine Ungleichbehandlung darstellen, wenn bei der Eintragung anderer Aktionäre in vergleichbarer Lage, also insbesondere bei Konkurrenzanbietern, keine Eintragung über den Grenzwert erfolgt. Die Verletzung der Gleichbehandlungspflicht durch die Eintragung muss im Einzelfall durch das Gesellschaftsinteresse gedeckt sein. Ausserdem darf der Hauptzweck der statutarischen Begrenzung, nämlich der

---

83 Vgl. dazu vorne Ziff. III.A.a)bb).
84 Rolf Watter, Gewinnverschiebungen bei Aktiengesellschaften, in: AJP 1996, 135 ff., 140.
85 Roger Dürr, Die Rückerstattungsklage nach Art. 678 Abs. 2 OR, Diss. Zürich 2005, 99 und 116; in Bezug auf Art. 680 OR: Rusch (FN 64), 141.
86 Art. 678 Abs. 3 OR.
87 Handkomm-Vischer, OR 678 N 13 ff.
88 Zur Relevanz der Voraussetzung des Missverhältnisses zur wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft siehe Handkomm-Vischer, OR 678 N 12; Böckli (FN 20), § 12 N 555 ff.; Rusch (FN 64), 115 f.
89 Beat Spörri, Die aktienrechtliche Rückerstattungspflicht, Diss. Zürich 1996, 185 f.
90 Böckli (FN 20), § 12 N 554; Rusch (FN 64), 115.
91 Böckli (FN 20), § 12 N 548.
92 Zur Frage, ob die Verantwortlichkeitsfrage in solchen Fällen subsidiär oder alternativ zur Rückerstattungsklage zu gewähren ist, s. Böckli (FN 20), § 12 N 567.
93 Art. 717 Abs. 2 OR.
94 Handkomm-Chapuis, OR 717, N 12.
95 Zur Bedeutung der Pre-Offer Due Diligence siehe auch: Tschäni/Diem (FN 3), 79.

Streubesitz der Aktien, durch die Eintragung nicht faktisch aufgehoben werden[96]. Die Eintragung einer Kontrollbeteiligung wäre jedenfalls nicht mit diesem Hauptzweck vereinbar.

Das Gleichbehandlungsgebot des Verwaltungsrates gilt indirekt auch für den Anbieter, der eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen hat. Der Verwaltungsrat darf einen Anbieter nämlich nur dann unterstützen, wenn der betreffende Anbieter die Angebotsempfänger gleich behandelt[97].

b) Übernahmerechtliche Schranken

Die einzelnen Beteiligungsinhaber müssen gemäss Art. 30 Abs. 1 BEHG bei konkurrierenden Angeboten die Möglichkeit haben, frei unter verschiedenen Angeboten wählen zu können[98]. Die Wirksamkeit dieser sog. Auktionsregel setzt einen fairen Wettbewerb auf dem Unternehmenskontrollmarkt voraus. Die freie Wahl der Beteiligungsinhaber zwischen verschiedenen Angeboten ist nur dann gewährleistet, wenn die Möglichkeiten der Bevorzugung eines Anbieters durch die Zielgesellschaft beschränkt sind. Die Schaffung eines sog. "level playing field"[99], auf welchem sich die verschiedenen Anbieter mit gleich langen Spiessen begegnen, wird durch die übernahmerechtliche Gleichbehandlungspflicht der Anbieter durch die Zielgesellschaft (nachfolgend lit. aa) und die Regelung unzulässiger Abwehrmassnahmen (nachfolgend lit. bb) sichergestellt. Die Auktionsregel schränkt ausserdem auch die Zulässigkeit von Transaktionsvereinbarungen zwischen dem Anbieter und Aktionären ein (nachfolgend lit. cc).

aa) Gleichbehandlung der Anbieter

Gemäss Übernahmeverordnung der Übernahmekommission hat die Zielgesellschaft grundsätzlich die Pflicht, alle Anbieter gleich zu behandeln. Eine Ungleichbehandlung ist aber möglich, falls diese im überwiegenden Gesellschaftsinteresse liegt und die Zustimmung der Übernahmekommission eingeholt wurde[100]. Der Gleichbehandlungsgrundsatz gilt ausserdem nicht absolut. Die Zielgesellschaft bzw. der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ist nämlich nicht verpflichtet, sich gegenüber den verschiedenen Angeboten neutral zu verhalten. In seinem Bericht kann er für den einen oder anderen Anbieter Stellung nehmen und die Vorteile des Angebots gegenüber dem konkurrierenden Angebot darlegen[101].

Die Gleichbehandlungspflicht entfaltet ihre Wirkung erst im Zeitpunkt der Veröffentlichung des konkurrierenden Angebots bzw. dessen Voranmeldung[102]. Generell problematisch ist daher der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung mit einem Anbieter nach Veröffentlichung einer Konkurrenzofferte. Ein solcher Abschluss verletzt die Gleichbehandlungspflicht, es sei denn, die Zielgesellschaft behalte sich das Recht vor, auch mit dem anderen Anbieter dieselbe Vereinbarung abzuschliessen[103].

Das Gleichbehandlungsgebot ist aber auch bereits beim Abschluss einer Transaktionsvereinbarung vor Veröffentlichung einer Konkurrenzofferte zu beachten. Bei der Beurteilung einer solchen Transaktionsvereinbarung unter dem Aspekt des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgebots ist zu unterscheiden zwischen der Vereinbarung von Verhaltenspflichten der Zielgesellschaft gegenüber Konkurrenzanbietern und Zusicherungen der Zielgesellschaft, welche dem Anbieter einen entscheidenden Vorteil im Übernahmekampf geben könnten.

Eine Vereinbarung, welche die Zielgesellschaft verpflichtet, einen allfälligen Konkurrenzanbieter ungleich zu behandeln, wird sich nach Publikation des Konkurrenzangebots regelmässig als unzulässig herausstellen[104]. Eine No-talk Klausel dürfte daher bei Publikation des Konkurrenzangebots auch übernahmerechtlich unzulässig sein[105]. Auch die Verpflichtung der Zielgesellschaft, das konkurrierende Angebot zur Ablehnung zu empfehlen, scheitert am Gleichbehandlungsgebot[106].

In Bezug auf die dem Anbieter in der Transaktionsvereinbarung zugesicherten Rechte fragt sich, inwiefern der konkurrierende Anbieter gestützt auf das Gleichbehandlungsgebot irgendwelche Ansprüche ableiten kann. Die Zielgesellschaft trifft jedenfalls keine Pflicht, mit einem konkurrierenden Anbieter ebenfalls eine Transaktionsvereinbarung mit gleichem Inhalt einzugehen. Eine dahingehende Bedingung des konkurrierenden Anbieters wäre eine unzulässige Potestativbedingung und wäre unlauter[107]. Eine Gleichbehandlung des Konkurrenzanbieters könnte sich aber bezüglich einzelner Klauseln der Transaktionsvereinbarung, z.B. bei der Gewährung einer Pre-Offer Due Diligence oder der Vereinbarung einer Break-up Fee bzw. eines Lock-up, aufdrängen.

Hinsichtlich der während der Due Diligence zur Verfügung gestellten Informationen ist der Konkurrenzanbieter

96 Böckli (FN 20), § 6 N 74; Gehrer (FN 23), 111; Tschäni/Diem (FN 3), 59.
97 Tschäni/Diem (FN 3), 58; Watter (FN 8), 3; BSK OR II-Watter, Art. 717 N 34.
98 Empfehlung in Sachen *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, Erw. 5.4 und Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 23. Juni 2003.
99 Zum Begriff siehe Böckli (FN 20), § 7 N 136 ff.
100 Art. 48 UEV-UEK; Bernet (FN 45), 311.
101 Watter/Maizar (FN 1), 29; Bernet (FN 45), 313; Frauenfelder (FN 25), 207; Bahar (FN 8), 175; Böckli (FN 20), § 7 N 184.
102 Art. 47 Abs. 1 UEV-UEK.
103 Tschäni/Diem (FN 3), 93; Watter/Maizar (FN 1), 34.
104 Adriano Margiotta/Isabelle Chabloz, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in: SZW 2005, 199 ff., 209.
105 Zur aktienrechtlichen Unzulässigkeit einer No-talk Klausel vgl. vorne Ziff. III.B.a)aa)(iii).
106 Das Eingehen solcher Verhaltenspflichten dürfte im Übrigen auch gegen das Gesellschaftsinteresse verstossen, vgl. vorne Ziff. III.B.a)aa)(iii).
107 Empfehlung i.S. *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, E. 2.3; Tschäni/Diem (FN 3), 99.

gemäss Art. 48 Abs. 1 UEV-UEK mit dem Erstanbieter gleichzustellen[108]. Der vorhergehende Anbieter darf auch nicht mit einer restriktiven Vertraulichkeitserklärung den Verwendungszweck von Informationen für den konkurrierenden Anbieter definieren[109]. Die Durchführung einer Pre-Offer Due Diligence ist in der Praxis oft Voraussetzung für die Unterbreitung eines Angebots[110]. Der konkurrierende Anbieter ist deshalb nicht nur in Bezug auf den Umfang der Due Diligence, sondern auch hinsichtlich des Zeitpunktes derselben gleich zu behandeln[111]. Um einem potentiellen Konkurrenzanbieter bereits vor Publikation seines Angebots die Durchführung einer Due Diligence zu ermöglichen, ist diesbezüglich eine Vorwirkung der Gleichbehandlungspflicht zu bejahen[112].

Was die Vereinbarung einer Break-up Fee oder eines Lock-up mit dem Erstanbieter anbelangt, so hat die Übernahmekommission bisher nicht entscheiden müssen, ob der konkurrierende Anbieter diesbezüglich gleich behandelt werden muss. Insbesondere hat sie in Bezug auf eine als Kostenersatz ausgestaltete Break-up Fee offen gelassen, ob ein Konkurrent, der ein höheres Angebot lanciert, gestützt auf den Gleichbehandlungsgrundsatz Anspruch auf eine identische Zusicherung hat[113].

bb) Verbotene Abwehrmassnahmen

Zur Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarktes verbietet das Übernahmerecht dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bestimmte Abwehrmassnahmen[114]. Das Verbot umfasst Rechtsgeschäfte, die den Aktiv- oder Passivbestand der Zielgesellschaft in bedeutender Weise verändern und gilt ab Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung[115]. Gemäss Übernahmekommission kommt eine Vorverlegung der Handlungsbeschränkung nur ausnahmsweise bei Vorliegen einer Umgehung in Frage[116].

Es ist zu berücksichtigen, dass sich das Handlungsverbot des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft grundsätzlich nicht nur auf Massnahmen bezieht, die nach der Unterbreitung des Angebots beschlossen wurden, sondern auch die Durchführung und den Vollzug von vor diesem Zeitpunkt gefassten Beschlüssen umfasst. Handelt es sich allerdings um Vollzugsmassnahmen im Rahmen einer vor der Verbotszeitspanne abgeschlossenen Transaktionsvereinbarung, so werden diese Massnahmen nicht vom Verbot erfasst, da der Vertragsschluss bereits konkrete verbindliche Aussenwirkung entfaltet hat[117].

Generalversammlungsbeschlüsse unterliegen gemäss Art. 29 Abs. 2 BEHG nicht der Handlungsbeschränkung. Ob damit eine Kompetenzverschiebung zugunsten der Generalversammlung erfolgt oder es sich um eine übernahmerechtliche Genehmigungsbefugnis der Generalversammlung handelt, ist umstritten[118]. Sowohl Verwaltungsrats- als auch Generalversammlungsbeschlüsse sind aber übernahmerechtlich unzulässig, wenn sie offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen[119]. Verletzen bestimmte Klauseln der abgeschlossenen Transaktionsvereinbarung offensichtlich das Gesellschaftsrecht, so kann die Übernahmekommission also auch dann einschreiten, wenn der Abschluss vor Publikation des Angebots stattgefunden hat. Für die Beurteilung, ob eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts vorliegt, ist dabei laut Übernahmekommission nicht auf die Unterscheidung zwischen nichtigen und anfechtbaren Rechtshandlungen gemäss Art. 706 ff. OR abzustellen. Vielmehr muss "die Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts qualifizierter Art und aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar sein"[120]. Darunter fallen gemäss Übernahmekommission insbesondere auch Abwehrmassnahmen, die offensichtlich gegen das Gesellschaftsinteresse verstossen[121].

Verletzen Break-up Fee oder Lock-up offensichtlich die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre[122] oder das Gesellschaftsinteresse[123] kann die Übernahmekommission die aktienrechtliche Unzulässigkeit solcher Klauseln unabhängig vom Zeitpunkt des Abschlusses der Transaktionsvereinbarung feststellen.

cc) Auktionsregel

Wird die Transaktionsvereinbarung zwischen dem Anbieter und Grossaktionären abgeschlossen, so bildet die Übertragung der Aktien auf den Anbieter den Hauptvertragsbestandteil der Vereinbarung. Die Vertragsparteien haben verschiedene Möglichkeiten, diese Aktienübertragung zu

---

108 Watter/Maizar (FN 1), 28; Frauenfelder (FN 25), 206; Bernet (FN 45), 310; Hans Caspar von der Crone, Übernahmerechtliche Grundsätze: Gleichbehandlung, Transparenz und Lauterkeit, in: Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 14 (nachfolgend zit.: von der Crone, Übernahmerechtliche Grundsätze).

109 Empfehlung i.S. *Intersport* vom 19. September 2000, Erw. 4.

110 Vgl. dazu vorne FN 95.

111 Die Abänderung des Angebotspreises aufgrund einer nach Voranmeldung durchgeführten Due Diligence ist nämlich gemäss Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK nur sehr beschränkt möglich.

112 Watter/Maizar (FN 1), 30.

113 Empfehlung i.S. *Forbo* vom 7. März 2005, Ziff. 8.2.; Empfehlung i.S. *Saia-Burgess* vom 8. September 2005, Ziff. 7.2.

114 Eine nicht abschliessende Liste von gesetzeswidrigen Abwehrmassnahmen findet sich in Art. 35 Abs. 2 UEV-UEK.

115 Art. 29 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. c UEV-UEK.

116 Vgl. dazu vorne Ziff. III.A.a)aa).

117 Empfehlung i.S. *Leica* vom 22. Juni 2005, Ziff. 2.5.

118 Böckli (FN 20), § 7 N 191; Bahar (FN 8), 223; Bertschinger (FN 23), 331.

119 Art. 29 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 36 UEV-UEK.

120 Empfehlung vom 23. August 2005 i.S. *Saia-Burgess*, Ziff. 1.3.2; siehe auch EBK-Verfügung vom 12. September 2005, Ziff. 39; kritisch bezüglich einer solchen Auslegung: Brechbühl/Hurni (FN 58), 1551 ff.

121 Vgl. dazu FN 120; a.M. Brechbühl/Hurni (FN 58), 1550.

122 Vgl. dazu vorne Ziff. III.A.a)bb).

123 Vgl. dazu vorne Ziff. III.B.a)aa)(iii).

strukturieren. Sie haben die Wahl zwischen einem unbedingten Aktienkauf, einem auf das Zustandekommen des Angebots bedingten Aktienkauf oder der Verpflichtung zur Andienung der Aktien im Rahmen des Angebots[124].

Beim unbedingten Kauf trägt der Anbieter ein erhebliches wirtschaftliches Risiko, da er bei Nichtzustandekommen des Angebots auf einer Minderheitsbeteiligung "sitzen" bleibt. Andienungsverträge ohne Auflösungsmöglichkeit (sog. *Irrevocables*) oder bedingte Kaufverträge mit Aktionären der Zielgesellschaft haben für den Anbieter dagegen den Vorteil, dass dieser die betreffenden Aktien nur bei Zustandekommen des Angebots übertragen erhält. Die Wirksamkeit beider Möglichkeiten wird aber gemäss Praxis der Übernahmekommission und der Übernahmekammer der EBK durch deren Auslegung der Auktionsregel erheblich eingeschränkt[125].

Die Auktionsregel besagt, dass die Beteiligungsinhaber frei zwischen den konkurrierenden Angeboten wählen können[126]. Damit die Aktionäre dieses Wahlrecht ausüben können, ermöglicht ihnen Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK bei Vorliegen einer Konkurrenzofferte, die Annahmeerklärung in Abweichung der sonst geltenden vertragsrechtlichen Regeln zu widerrufen. Gemäss Übernahmekommission und Übernahmekammer der EBK werden mit der unwiderruflichen Andienung von Aktien für potentielle konkurrierende Anbieter Marktzutrittsschranken errichtet und damit der Ablauf des Steigerungsverfahrens verfälscht. Das öffentliche Interesse am Funktionieren des Unternehmenskontrollmarktes gebietet daher laut beiden Behörden die Unverzichtbarkeit des Widerrufsrechts der Aktionäre[127].

Diese weite Auslegung der Auktionsregel hat praktisch zur Folge, dass für den Anbieter nur noch der unbedingte Kauf von Aktien als Deal Protection-Massnahme in Frage kommt. Gemäss einem Teil der Lehre soll dagegen der mit einer Put-Option verbundene unbedingte Kauf, welcher dem Anbieter die Rückübertragung der betreffenden Beteiligung bei Nichtzustandekommen des Übernahmeangebots erlauben würde, weiterhin zulässig sein[128]. Die Zulässigkeit dieser Konstruktion wird damit begründet, dass das Widerrufsrecht in einem solchen Fall nicht eingeschränkt werde, da der Verkäufer im Zeitpunkt der Lancierung des konkurrierenden Angebots nicht mehr Beteiligungsinhaber sei und er daher über gar kein Wahlrecht mehr verfügen könne. Auf die Aktionäre und allfällige Konkurrenzanbieter hat der unbedingte Verkauf mit Put-Option allerdings wirtschaftlich dieselbe Wirkung wie der suspensiv bedingte Verkauf. Die Aktien werden nämlich bewusst für die Zeit des Übernahmeverfahrens beim Anbieter "parkiert", ohne dass dieser das Risiko für das Nichtzustandekommen seines Angebots tragen muss. Die von der Übernahmekommission bzw. Übernahmekammer bei der Andienungsverpflichtung festgestellte Marktzutrittsschranke und Verfälschung des Steigerungswettbewerbs liegt beim unbedingten Verkauf mit Put-Option in gleichem Masse vor. Es ist daher nicht auszuschliessen, dass beide Vorgehensweisen von den Behörden auch gleich beurteilt würden.

IV. Wirkungen der Transaktionsvereinbarung auf das Übernahmeverfahren

A. In gemeinsamer Absprache handelnde Personen

Gemäss Praxis der Übernahmekommission handeln Personen dann in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter, wenn sie hinsichtlich des Unterbreitens eines öffentlichen Übernahmeangebots und dessen Bedingungen ihr Verhalten koordinieren, bzw. sich über das Angebot und über dessen Bedingungen geeinigt haben[129]. Schliesst die Zielgesellschaft mit dem Anbieter eine Transaktionsvereinbarung ab, so gilt sie daher ab Zeitpunkt des Vertragsschlusses als mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnde Person.

Die Behandlung der Zielgesellschaft und des Anbieters als in gemeinsamer Absprache handelnde Personen hat u.a. zur Folge, dass die eigenen Aktien der Zielgesellschaft der Beteiligung des Anbieters hinzugerechnet werden[130]. Der Abschluss der Transaktionsvereinbarung hat ausserdem Auswirkungen auf die übernahmerechtlichen Pflichten des Anbieters und der Zielgesellschaft. Einerseits werden die Informationspflichten sowohl der Zielgesellschaft als auch des Anbieters erweitert[131]. Andererseits werden bestimmte Verhaltensweisen der Zielgesellschaft dem Anbieter angerechnet, so dass Handlungen der Zielgesellschaft nach Abschluss der Transaktionsvereinbarung direkten Einfluss auf das Angebot, insbesondere auf den Angebotspreis, haben können[132].

B. Informationspflichten

Sowohl den Anbieter als auch die Zielgesellschaft treffen während des Übernahmeverfahrens gewisse Informationspflichten. Der Anbieter hat einen Angebotsprospekt zu veröffentlichen und der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat zu diesem Stellung zu nehmen. Die im Prospekt und Bericht abgegebenen Informationen müssen wahr und so umfassend sein, dass die Angebotsempfänger auf deren Grundlage ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können[133].

---

124 Tschäni (FN 13), 427.
125 Watter/Maizar (FN 1), 41; von der Crone, Übernahmerechtliche Grundsätze (FN 108), 9.
126 Art. 47 Abs. 3 UEV-UEK i.V.m. Art. 30 Abs. 1 BEHG
127 Empfehlung i.S. *InCentive Capital AG* vom 11. Juni 2003, E. 5.4.3; EBK-Verfügung vom 23. Juli 2003, E. 3.3.
128 Watter/Maizar (FN 1), 42.
129 Empfehlung i.S. *Saia-Burgess* vom 8. September 2005, Ziff. 2.2, Empfehlung i.S. *Swiss International Air Lines AG* vom 28. April 2005, Ziff. 2.2.
130 Art. 12 Abs. 3 UEV-UEK.
131 Vgl. dazu hinten Ziff. IV.B.
132 Vgl. dazu hinten Ziff. IV.C.
133 Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK.

Verständigt sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit dem Anbieter im Rahmen der Transaktionsvereinbarung bereits vorgängig bezüglich aller Punkte des Angebots, so kann der Verwaltungsratsbericht auch direkt im Angebotsprospekt veröffentlicht werden[134].

Wurde eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen, so ist diese sowohl im Angebotsprospekt als auch im Verwaltungsratsbericht offen zu legen[135]. Der Bericht hat ausserdem auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrates oder der obersten Geschäftleitung hinzuweisen[136]. Er muss insbesondere die finanziellen Folgen des Angebots für die genannten Personen schildern. Der Bericht hat offen zu legen, ob und zu welchen Bedingungen die Mandate der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung weitergeführt werden, und es sind Abgangsentschädigungen der Mitglieder des Verwaltungsrats oder der obersten Geschäftsleitung anzugeben. Die Angaben müssen individuell erfolgen[137]. Die Offenlegung soll es dem Angebotsempfänger ermöglichen, die Stellungnahme des Verwaltungsrates in seinem Bericht vor dem Hintergrund der Eigeninteressen des Verwaltungsrates zu würdigen. Liegen Interessenkonflikte vor, muss der Bericht über die Massnahmen Rechenschaft ablegen, welche die Zielgesellschaft getroffen hat, um zu vermeiden, dass sich diese Konflikte zum Nachteil der Empfänger des Angebots auswirken[138]. Gemäss Übernahmekommission ist die sog. Fairness Opinion eine geeignete Massnahme, um zu vermeiden, dass sich allfällige Interessenkonflikte negativ auf die Empfänger auswirken[139].

Ob sich der Verwaltungsrat nach Abschluss einer Transaktionsvereinbarung den Angebotsempfängern gegenüber in einem Interessenkonflikt befindet, obwohl ihm vom Anbieter keine Zusicherungen für den Fall des Zustandekommens des Angebots gemacht wurden, ist von der Übernahmekommission bisher offengelassen worden[140]. U.E. begründet der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung allein noch keinen rechtlich relevanten Interessenkonflikt des Verwaltungsrates[141]; in der Praxis wird sich diese Frage aber kaum stellen, da sich mittlerweile die Einholung einer Fairness Opinion bei Vorliegen einer Transaktionsvereinbarung eingebürgert hat.

Als in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelnde Person hat die Zielgesellschaft die verschärfte Meldepflicht während dem laufenden Angebot zu beachten. Hat die Zielgesellschaft eine Transaktionsvereinbarung mit dem Anbieter abgeschlossen, so muss sie daher der Übernahmekommission und der Börse alle von ihr getätigten Transaktionen in eigenen Aktien zwischen Veröffentlichung des Angebotes und Ende der Nachfrist melden[142].

C. Einfluss auf Angebotspreis

Gilt die Zielgesellschaft als in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelnde Person, können Transaktionen der Zielgesellschaft in eigenen Aktien Auswirkungen auf die Berechnung des Angebotspreises haben. Es ist diesbezüglich zwischen der Anwendung der Mindestpreisvorschriften und der sog. Best Price Rule zu unterscheiden.

Bei der Mindestpreisbestimmung aufgrund des vorhergehenden Erwerbs im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG sind auch die Käufe der Zielgesellschaft mitzuberücksichtigen. Zur Berechnung des Mindestpreises sind aber nur Käufe der Zielgesellschaft ab dem Zeitpunkt des Abschlusses der Transaktionsvereinbarung heranzuziehen; erst ab diesem Zeitpunkt gilt die Zielgesellschaft nämlich als mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnde Person. Die Transaktionsvereinbarung entfaltet diesbezüglich also keine Rückwirkung[143].

Die Best Price Rule, gemäss welcher die Anbieterin nach Veröffentlichung des Angebots keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwerben darf, ohne diesen Preis allen Angebotsempfängern anzubieten, ist auch auf die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen anzuwenden[144]. Die Zielgesellschaft wird daher in der Transaktionsvereinbarung regelmässig verpflichtet, während der Angebotsdauer und sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist[145] keine eigenen Aktien, zumindest nicht zu einem Preis über dem Angebotspreis, zu kaufen. Die Aufnahme einer Angebotsbedingung für den Fall, dass Transaktionen der Zielgesellschaft den Angebotspreis erhöhen sollten, ist gemäss Übernahmekommission in Anbetracht der vertraglichen Absicherungsmöglichkeit nicht zulässig[146].

134 Art. 32 Abs. 1 UEV-UEK.
135 Art. 23 Abs. 1 lit. b UEV-UEK.
136 Art. 30 Abs. 2 und Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK.
137 Empfehlung i.S. *Swiss International Air Lines AG* vom 28. April 2005, Erw. 7.2.1.
138 Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK.
139 Empfehlung IV i.S. *Saia-Burgess* vom 15. August 2005, Erw. 1.2.3; von der Crone, Übernahmerechtliche Grundsätze, (FN 108), 3.
140 Empfehlung IV i.S. *Saia-Burgess* vom 15. August 2005, Erw. 1.2.3.
141 Vgl. dazu Ziff. III.A.b)bb).
142 Art. 37 UEV-UEK.
143 Empfehlung i.S. *Leica* vom 9. August 2005, Ziff. 5.3.2.
144 Art. 24 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. c und Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK.
145 Zur 6-monatigen Frist siehe Empfehlung i.S. *Big Star Holding AG* vom 7. April 2000, Ziff. 8; Empfehlung i.S. *Absolute Invest AG* vom 17. Oktober 2003, Ziff. 5.
146 Dies, obwohl der Anbieter bei Schadenersatzleistung der Zielgesellschaft wegen Nichteinhaltung der vertraglichen Abmachung wirtschaftlich weiterhin den Schaden trägt, ist er doch nach Zustandekommen des Angebots Muttergesellschaft der schadenersatzpflichtigen Zielgesellschaft; vgl. Flavio Romerio, Öffentliche Übernahmeangebote aus der Sicht des Rechtsberaters, in: Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 17, 40.

V. Fazit

Der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung kann sowohl im Interesse des betreffenden Anbieters als auch im Interesse der Zielgesellschaft sein. Bei der Ausgestaltung einer solchen Vereinbarung sind aber verschiedene rechtliche Schranken zu beachten. Zunächst ist die Kompetenz des Verwaltungsrates, für die Zielgesellschaft eine Transaktionsvereinbarung abzuschliessen, sowohl von der Kompetenz der Generalversammlung als auch von der Kompetenz der Aktionäre abzugrenzen. Die Vertretungsmacht des Verwaltungsrates kann ausserdem eingeschränkt sein, wenn sich dieser aufgrund mit dem Anbieter vereinbarter Retention Payments in einem Interessenkonflikt befindet. Inhaltlich verstösst eine Transaktionsvereinbarung gegen das Gesellschaftsrecht, wenn die Zielgesellschaft durch ihren Abschluss Nachteile erleidet, ohne dafür eine adäquate Gegenleistung zu erhalten. Insbesondere bei Vereinbarung einer Break-up Fee oder eines Lock-up hat der Verwaltungsrat sorgfältig zu prüfen, inwiefern das betreffende Angebot bzw. die Annahme desselben, für die Zielgesellschaft von Interesse ist. Übernahmerechtlich ist von den Vertragsparteien die von der Übernahmekommission und Übernahmekammer weit ausgelegte Auktionsregel zu beachten. Die Wirksamkeit dieser Auktionsregel wird übernahmerechtlich u.a. durch die Gleichbehandlungspflicht der Anbieter durch die Zielgesellschaft und die Regelung unzulässiger Abwehrmassnahmen sichergestellt. Im Übrigen ist beim Abfassen der Transaktionsvereinbarung zu berücksichtigen, dass die Zielgesellschaft und der Anbieter ab Zeitpunkt des Vertragsschlusses börsenrechtlich als "in gemeinsamer Absprache handelnde Personen" qualifiziert werden, was Auswirkungen auf die übernahmerechtlichen Pflichten des Anbieters und der Zielgesellschaft haben kann.

En préparant une procédure des offres publiques d'acquisition, l'offrant est souvent tenté de contacter le conseil d'administration de la société visée afin de convenir, dans le cadre d'un accord de transaction, des conditions de l'offre publique d'acquisition envisagée. Outre la réglementation de l'offre en question, de tels accords de transaction portent souvent également des mesures dites de *deal protection*. Ces mesures de *deal protection* visent à protéger l'offrant d'une non-réalisation de l'offre et sont dès lors en premier lieu dans l'intérêt de l'offrant. Si de telles mesures de *deal protection* sont convenues, le conseil d'administration agissant pour la société visée est tenu de toujours respecter les limites découlant du droit des sociétés et du droit des offres publiques d'acquisition. Le présent article traite surtout de ces limites légales. Ainsi, il examine la question à quelles conditions la conclusion d'un accord de transaction par le conseil d'administration est contraire au partage des compétences ou a lieu sans pouvoir de représentation. En outre, il traite de la compatibilité de certaines clauses d'un accord de transaction avec l'intérêt de la société. Finalement, il parle des effets d'un accord de transaction sur les obligations des parties contractuelles résultant du droit des offres publiques d'acquisition.

(trad. LT LAWTANK, Fribourg)