Urs Schenker*

Der Bieterwettbewerb um Starwood

Inhaltsübersicht

I. Die Transaktion: Starwood steht zum Verkauf
1. Die beteiligten Unternehmen
1.1 Starwood
1.2 Marriott
1.3 Anbang
2. Der Angebotsprozess
II. Die Rolle des Verwaltungsrates der Starwood
1. Der Verwaltungsrat in der Situation des «Gatekeepers»
2. Die «fiduciary duties» des Verwaltungsrates
3. Break-up Fees
III. Industrie- oder finanzorientierte Käufer?
IV. Schweizerisches Recht
1. Fusion und Übernahmeangebot als Alternativen
2. Die Position des Verwaltungsrates einer schweizerischen Zielgesellschaft
2.1 Interessen der Gesellschaft oder Interessen der Aktionäre?
2.2 Die aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates bei Konkurrenzangeboten
2.3 Die Break-up Fee in der Schweiz

I. Die Transaktion: Starwood steht zum Verkauf[1]

1. Die beteiligten Unternehmen

1.1 Starwood

Starwood Hotels and Resorts Worldwide Inc. («Starwood») ist eine Hotelgesellschaft, die unter verschiedenen Marken – die bekanntesten sind Sheraton, Westin, Meridien, W-Hotels und St. Regis – Hotels betreibt, die mehrheitlich im oberen Preissegment tätig sind. Starwood war an der New York Stock Exchange kotiert. Die Aktien der Gesellschaft waren breit gestreut, wobei sich die Mehrheit der Aktien bei institutionellen Investoren befand.

Die Gesellschaft war 2014/15 unter Druck grösserer Investoren geraten, weil ihr Wachstum unter dem durchschnittlichen Wachstum ihrer Branchenkonkurrenten lag und sie auch weniger Mittel an ihre Aktionäre zurückführte als andere Hotelgesellschaften. Ausserdem war es zu verschiedenen Wechseln im Management gekommen, was die Stabilität der Gesellschaft in Frage stellte. Nach einer Verwaltungsratssitzung, in der die strategische Situation der Gesellschaft und die Handlungsoptionen des Verwaltungsrates besprochen waren, teilte Starwood daher am 29. April 2015 in einer öffentlichen Mitteilung ihre Absicht mit, *«to explore a full range for strategic and financial alternatives to increase shareholder's value»*. Dies wurde vom Markt richtigerweise als Signal gewertet, dass sich die Gesellschaft zum Verkauf anbot. Um den Verkaufsprozess zu strukturieren, zog Starwood eine Investmentbank bei. Der Aktienmarkt reagierte positiv auf die Ankündigung; der Aktienkurs stieg unmittelbar nach der Ankündigung um rund 8,33 % an.

Wie bei derartigen Verfahren üblich ist, erhielten die Kaufinteressenten ein Information Memorandum und wurden gebeten, auf dieser Basis unverbindliche Kaufangebote zu machen. Die Interessenten, deren Kaufan-

---

* Prof. Dr. iur. Urs Schenker, LL.M. Der Autor hat nicht an dieser Transaktion mitgewirkt. Dieser Artikel basiert ausschliesslich auf öffentlich zugängliche Unterlagen. Der Autor dankt im Weiteren MLaw Philip Carr für die kritische Durchsicht des Manuskriptes und die Bearbeitung der Fussnoten.

1 Die Sachverhaltsdarstellung basiert auf den folgenden Quellen: Dan Kubacki, Starwood timeline: From strategic review to bidding war, 1.4.2016, verfügbar unter <http://hotelnewsnow.com/Articles/35532/Starwood-timeline-From-strategic-review-to-bidding-war> (besucht am 11.11.2016); Henry Sender, Arash Massoudi, Don Weinland, Inside the deal: How Anbang's chairman Wu nearly landed Starwood, 5.4.2016, verfügbar unter: <https://www.ft.com/content/30e22a92-fb07-11e5-8f41-df5bda8beb40> (besucht am 11.11.2016); Marriott International, Marriott International and Starwood Hotels & Resorts Worldwide Sign Amended Merger Agreement, 21.3.2016, verfügbar unter: <http://news.marriott.com/2016/03/marriott-international-and-starwood-hotels-resorts-worldwide-sign-amended-merger-agreement/>, (besucht am 11.11.2016); United States Securities and Exchange Commission (SEC) Archives, Form S-4 Registration Statement, Marriott International, Inc., 22.12.2015, verfügbar unter: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1048286/000119312515409892/d105833ds4.htm> (besucht am 11.11.2016); SEC Archives, Form 8-K, Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc., 21.3.2016, verfügbar unter: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/316206/000095015716001756/form8k.htm> (besucht am 11.11.2016); SEC Archives, Starwood Hotels & Resorts Announces Anbang Consortium Has Withdrawn Offer, 31.3.2016, verfügbar unter: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/316206/000095015716001816/ex99-1.htm> (besucht am 11.11.2016).

gebote den Preisvorstellungen des Verwaltungsrates von Starwood entsprachen, wurden darauf zur Due Diligence eingeladen. Von Ihnen wurden dann verbindliche Angebote erwartet.

Die Hotelindustrie steht seit einigen Jahren unter einem starken Konsolidierungsdruck. Das Auftreten der Online-Buchungsportale hat zu einem scharfen Preisdruck und zu einer allgemeinen Verschärfung der Konkurrenzsituation geführt. Die Grösse und geographische Reichweite einer Hotelgesellschaft sind wesentliche Wettbewerbsfaktoren, da die internationale Brand Recognition und die eigenen Buchungssysteme Kunden anziehen. Die Grösse des Unternehmens ist aber auch wichtig, damit ein Unternehmen seinen Kunden ein Loyalitätsprogramm anbieten kann, das Geschäftskunden attraktive Vorteile bietet. Dies führte dazu, dass alle grösseren Hotelketten Interesse an Starwood zeigten und mindestens zu Beginn des Verkaufsprozesses aktiv an diesem Verfahren teilnahmen.

1.2 Marriott

Marriott International Inc. («Marriott») gehört zu den führenden Hotelgesellschaften weltweit und betreibt unter einer Vielzahl von Marken, wie insbesondere Ritz Carlton und Courtyard, Hotels in unterschiedlichen Preissegmenten. Die Aktien der Gesellschaft werden am NASDAQ gehandelt. Auch Marriott weist ein breit gestreutes Aktionariat auf. Die Nachkommen der Gründerfamilie Marriott halten aber immer noch eine erhebliche Minderheitsbeteiligung.

Schon sehr früh im Angebotsprozess zeigte Marriott Interesse an Starwood und führte eine detaillierte Due Diligence durch. Marriott sah in der Übernahme von Starwood grosse strategische Vorteile. Mit der Übernahme von Starwood konnte Marriott zur grössten Hotelkette der Welt werden und konnte mit den Starwood Hotels auch die Regionen und Marktsegmente abdecken, in denen Marriott bisher nur wenig vertreten war. Das Management sah aber auch operative Vorteile und rechnete mit erheblichen Synergieeffekten[2].

1.3 Anbang

Anbang Insurance Group («Anbang») ist eine chinesische Versicherungsgesellschaft, die 2004 gegründet wurde und in den letzten zwölf Jahren sehr rasch gewachsen ist, indem sie neben Haftpflicht- und Sachversicherungen auch investmentgebundene Versicherungsprodukte anbot. Sie verfügt nach eigenen Angaben über Aktiven im Betrag von über USD 120 Mia. Anbang ist nicht kotiert, sondern wird von knapp 40 Investoren gehalten, wobei der chinesische Staat und einige vom Staat kontrollierte Unternehmen grosse Anteile halten.

Wie jede Versicherung steht auch Anbang vor dem Problem, dass sie die Mittel, die sie zur Sicherung der Ansprüche ihrer Versicherten hält, so anlegen muss, dass sie eine Rendite erzielen, was sich im heutigen Zinsumfeld als schwierig erweist. Im Rahmen ihrer Anlagenstrategie hat Anbang auch Anlagen ausserhalb Chinas getätigt. Dabei hat sich Anbang auf grosse und bekannte Immobilien[3] konzentriert, da sie in diesem Bereich Chancen auf langfristige Wertsteigerung sah. Im Rahmen dieser Strategie hat Anbang im Jahr 2014 für USD 2 Mia. das Waldorf Astoria in New York und im Jahr 2016 für USD 6,5 Mia. 16 weitere Hotelliegenschaften von Blackstone erworben.

Anbang nahm ebenfalls schon zu einem frühen Zeitpunkt am Verkaufsprozess teil. Diese Versicherungsgesellschaft sah in Starwood ein lohnendes Objekt, obwohl es sich bei dieser Gesellschaft nicht um eine Immobiliengesellschaft, sondern primär um eine Betriebsgesellschaft handelt, denn Starwood besitzt nur einen relativ kleinen Teil der Immobilien, in welchen sie Hotels betreibt. Anbang erwartete aus dem Hotelbetrieb stabile Erträge und ging nach eigenen Aussagen – ohne Berücksichtigung von Leverage Effekten – von einer Nettorendite auf dem Investment von jährlich 5 % aus, was im heutigen Zinsumfeld für eine Versicherung sehr attraktiv ist. Diese sehr grosse Investition ausserhalb von China sollte auch der geographischen Diversifikation der Anlagen dieser Versicherung dienen und war damit insbesondere bei einer weiteren Abwertung der chinesischen Währung interessant, da Anbang aus chinesischer Sicht dann mit einem Währungsgewinn rechnen konnte. Für das Angebot an Starwood stellte Anbang ein Konsortium zusammen, welchem neben Anbang selbst auch J.C. Flowers&Co, eine amerikanische Private Equity Gesellschaft, und Primavera Captital Ltd., eine chinesische Private Equity Gesellschaft, angehörte. Die drei Parteien haben die Anteile am Konsortium nie offengelegt; Anbang hatte aber offensichtlich eine klare Mehrheit.

2. Der Angebotsprozess

Am 14. November 2015 machte Marriott ein Angebot in Höhe von 0,92 Marriott Aktien und USD 2 in bar pro Starwood-Aktie, was einer Gesamtbewertung (equity value) von Starwood in der Höhe von USD 12,2 Mia. entsprach. Der Verwaltungsrat der Starwood nahm dieses Angebot an und schloss mit Marriott eine entsprechende Fusionsvereinbarung ab, die eine Break-up Fee von USD 400 Mio. vorsah, falls der Vertrag wegen einer höheren Konkurrenzofferte nicht erfüllt würde. Der Verwaltungsrat hatte sich zum Abschluss einer Verein-

[2] Vereinheitlichte Systeme, Reduktion des Overhead etc.

[3] Sogenannte «Trophy properties».

barung mit Marriott entschlossen, obwohl Anbang am 3. November 2015 ein höheres Angebot in Aussicht gestellt hatte – Anbang hatte dieses Angebot offenbar nie vollständig konkretisiert und konnte auch die Details der Finanzierung nicht offenlegen, sodass das Angebot nie bindend wurde.

Nachdem Starwood und Marriott die Zustimmung der kanadischen und amerikanischen Kartellbehörden zur Transaktion erhalten hatten, setzte Starwood die Abstimmung der Aktionäre über die Fusion mit Marriott auf den 28. März 2016 fest; die entsprechende Einladung publizierte sie am 1. März 2016. Am 10. März 2016 unterbreitete Anbang dem Verwaltungsrat von Starwood ein Angebot in Höhe von USD 76 pro Aktie in bar, was einer Bewertung der Starwood in Höhe von USD 12,8 Mia. entsprach. Dieses Mal konnte Anbang die Finanzierung des Angebotes nachweisen. Am 13. März 2016 gab Starwood den Eingang des Angebotes öffentlich bekannt und begann, mit Anbang über die Details einer Übernahme mit Anbang zu verhandeln. Anbang erhöhte im Rahmen dieser Verhandlungen ihr Angebot noch einmal auf USD 78 pro Aktie, was einer Gesamtbewertung von USD 13,2 Mia. entsprach und erklärte sich auch bereit, die Hälfte der Break-up Fees zu übernehmen, welche Starwood an Marriott hätte bezahlen müssen. Am 18. März 2016 akzeptierte der Verwaltungsrat von Starwood das Angebot von Anbang und war bereit, eine entsprechende Vereinbarung abzuschliessen und diese auch den Aktionären vorzulegen.

Am nächsten Tag machte Marriott eine Gegenofferte und bot pro Starwood-Aktie 0.8 Marriott-Aktien und USD 21 in bar, was einer Bewertung der Gesellschaft von USD 13,6 Mia. entsprach. Sie verlangte dabei die Vereinbarung einer Break-up Fee in der Höhe von USD 450 Mio., zuzüglich USD 18 Mio. Kosten, falls die Transaktion nicht zustande kommen würde. Aufgrund dieses höheren Angebotes schwenkte der Verwaltungsrat von Starwood wieder um und akzeptierte das Angebot von Marriott.

Anbang reagierte unverzüglich auf die Vorgänge bei Marriott und machte am 28. März 2016 ein unverbindliches Angebot in Höhe von USD 14 Mia., d.h. von USD 82,75 in bar pro Starwood-Aktie. In den folgenden Tagen kam es zu intensiven Gesprächen zwischen Anbang und Starwood. Anbang zog sich aber für alle Beteiligten überraschend am 31. März 2016 zurück. Der Rückzug wurde mit «Marktüberlegungen» begründet. Gleichzeitig kam aber auch das Gerücht auf, dass der chinesische Versicherungsregulator Anbang angedroht hatte, das Auslandsinvestment nicht zu genehmigen, weil dadurch die gesamten ausländischen Investitionen von Anbang die gesetzliche Limite von 15 % der Aktiven überschreiten würde.

Am 8. April 2016 stimmten die Aktionäre von Starwood der Übernahme durch Marriott zu. Die Transaktion wurde am 23. September 2016 vollzogen.

II. Die Rolle des Verwaltungsrates der Starwood

1. Der Verwaltungsrat in der Situation des «Gatekeepers»

Wird eine Gesellschaft durch ein öffentliches Übernahmeangebot oder eine Fusion übernommen, so entscheiden letztlich nicht die Organe der Zielgesellschaft über die Transaktion, sondern deren Aktionäre. In wirtschaftlicher Sicht ist die Zielgesellschaft damit das Objekt einer Transaktion, die zwischen ihren Aktionären und dem Erwerber stattfindet. Bei einer Fusion wie sie im Falle Starwood/Marriott vorlag, ist die Gesellschaft zwar aus rechtlicher Sicht Partei der entsprechenden Fusionsvereinbarung. Auch bei der Fusion entscheiden aber allein die Aktionäre über die Durchführung der Transaktion – dies wurde in dem Moment sichtbar, als Anbang ca. 14 Tage vor der Abstimmung der Aktionäre über die Fusion von Marriott und Starwood ein höheres Angebot machte. Dieses Angebot führte dazu, dass über die Fusion gar nicht mehr abgestimmt wurde – Starwood ging richtigerweise ja davon aus, dass die Aktionäre der Gesellschaft allein aufgrund der finanziellen Konditionen der Offerte über die Übernahme entscheiden, weshalb es sinnlos ist, über eine Fusion abzustimmen, wenn ein besseres Angebot vorliegt.

Dies führt dazu, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bei Übernahmen – unabhängig davon, ob sie als Übernahmeangebote oder als Fusionen strukturiert werden – nur eine beschränkte Rolle hat, da er die Transaktion lediglich vorbereiten kann, jedoch nicht selbst darüber entscheiden darf. Die Vorbereitung der Transaktion, der Entscheid über die Zulassung einzelner Kaufinteressenten zur Due Diligence und die Verhandlungen von Transaktions- und Fusionsverträgen gibt dem Verwaltungsrat in der Praxis aber dennoch eine wichtige Position bei derartigen Transaktionen – er wird so zum «Gatekeeper» der Übernahme. Dies gilt auch dann, wenn der Verwaltungsrat wie im vorliegenden Fall nicht ganz freiwillig, sondern auf Druck der Aktionäre ein Verkaufsverfahren beginnt. Die Aktionäre können nur einen Anstoss geben, sind aber nicht in der Lage, das Verfahren selbst zu führen. Insbesondere verfügt nur der Verwaltungsrat über die Möglichkeit für Interessenten eine Due Diligence durchzuführen, da der Verwaltungsrat im Rahmen seiner Geschäftsführungstätigkeit Herr über die beim Unternehmen vorhandenen Informationen und insbesondere auch über die Geschäftsgeheimnisse ist.

2. Die «fiduciary duties» des Verwaltungsrates

Als «Gatekeeper» der Transaktion musste der Verwaltungsrat der Starwood im Rahmen seiner «fiduciary duties» die Interessen der Aktionäre wahren. Der Ver-

waltungsrat gilt nach dem massgebenden amerikanischen Gesellschaftsrecht im Wesentlichen als Vertreter der Interessen der Aktionäre und muss somit deren finanziellen Interessen in derartigen Prozessen wahrnehmen. Auch wenn ein Verwaltungsrat für einzelne Interessenten eine klare Präferenz hat, weil diese seiner Ansicht nach das Unternehmen besser führen werden oder weil sie für die übrigen Stakeholders des Unternehmens wie insbesondere Arbeitnehmer und Kunden bessere Lösungen offerieren, darf der Verwaltungsrat sich vor diesen finanziellen Interessen der Aktionäre nicht verschliessen. Diese Pflicht erklärt, weshalb der Verwaltungsrat der Starwood nach der Unterzeichnung des Merger Agreements und kurz vor der entscheidenden Generalversammlung noch eine Wende vollzog und auf das höhere Angebot der Anbang eintrat. Der Verwaltungsrat musste im Rahmen seiner «fiduciary duties» seinen Aktionären eine höhere Prämie sichern, sobald ein entsprechend höheres Angebot vorlag.[4]

Ein Verwaltungsrat der sich in den USA einmal entschieden hat die Gesellschaft öffentlich zum Kauf anzubieten, wie dies die Starwood am 22. April 2015 gemacht hat, muss dieses Verfahren auch konsequent zu Ende führen d.h. er muss dann tatsächlich den für die Aktionäre bestmöglichen Wert erreichen. Dies hat der Verwaltungsrat der Starwood selber mit der Aussage den «shareholder value» zu erhöhen, angekündigt. In diesem Sinne ist der Verwaltungsrat dann auch den von ihm selbst gesetzten Zielen folgen.

Wenn sich der Verwaltungsrat die Frage stellt, ob er beim Auftauchen einer höheren Offerte im Rahmen seiner «fiduciary duties» verpflichtet ist, den Aktionären dieses neue Angebot zu empfehlen, so muss er die ihm vorliegenden Offerten bewerten und vergleichen; im vorliegenden Fall standen sich ein «all cash» Angebot von Anbang und ein «cash and shares» Angebot von Marriott gegenüber. Während sich der Wert eines Barangebotes schlicht aus dem offerierten Betrag ergibt, muss ein Angebot, das den Tausch von Wertpapieren vorsieht, bewertet werden. Die Bewertung des Angebots von Marriott gestaltete sich einfach, weil Marriott Stammaktien anbot die in einem liquiden Markt gehandelt wurden. Der Verwaltungsrat der Starwood konnte daher den aufgrund des Kurses der Marriott Aktien berechneten Wert des Marriott-Angebotes mit dem Barbetrag vergleichen, den Abhang anbot. Schwieriger wird ein derartiger Vergleich natürlich immer dann, wenn bei einem Tauschangebot oder einer Fusion Titel angeboten werden, die überhaupt noch nicht oder in einem illiquiden Markt gehandelt werden. In diesem Fall ist eine ökonomische Analyse der Werte notwendig. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft ist eine Barofferte immer attraktiver als ein Tauschangebot.[5] Beim Tauschangebot können die Kurse der zum Tausch angebotenen Papiere fluktuieren, weshalb der Wert eines derartigen Angebotes während der Angebotsfrist sinken kann, während der Wert eines Barangebotes natürlich konstant bleibt. Aus der Sicht des Anbieters bedeutet dies, dass ein Konkurrenzangebot, das einen Tausch vorsieht, immer eine etwas höhere Prämie aufweisen muss als ein Barangebot, um den möglichen Schwankungen Rechnung zu tragen bzw. dass der Anbieter bereit sein muss, bei einem Kursrückgang der angebotenen Titel, sein Angebot zu erhöhen. Im vorliegenden Fall hat sich daher Marriott mit ihrem zweiten Angebot auch bemüht, einen klaren Abstand zur Barofferte der Anbang zu schaffen, um auch bei Schwankung der Marriott-Aktien das Angebot von Anbang klar zu überbieten.

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft muss aber nicht nur die Höhe des Angebotes analysieren, sondern auch die Transaktionssicherheit. Deshalb kann er verlangen, dass der potentielle Anbieter einen Finanzierungsnachweis erbringt und nur dann ein Angebot seinen Aktionären empfehlen, wenn die Finanzierung gesichert ist.[6] Dies erklärt, weshalb der Verwaltungsrat von Starwood Mitte November 2015 eine Vereinbarung mit Marriott zu einer Bewertung von USD 12,2 Mia. unterzeichnete, obwohl Anbang anfangs November 2015 ein Barangebot auf der Basis einer Bewertung von rund USD 14 Mia. in Aussicht gestellt hatte. Da das Angebot von Anbang zum damaligen Zeitpunkt unverbindlich blieb und die Finanzierung nicht nachgewiesen wurde, musste der Verwaltungsrat im Interesse der Aktionäre damals das befristete Angebot von Marriott annehmen. Umgekehrt musste der Verwaltungsrat von Starwood allerdings in März 2016, als Anbang ein verbindliches Angebot auf der Basis einer Bewertung von USD 13,2 Mia. machte und auch die Finanzierung nachweisen konnte, auf das Angebot eintreten, da es klar besser war als das Angebot von Marriott.

Die «fiduciary duties» des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft finden in den USA ihren Niederschlag in den Fusions- bzw. Transaktionsverträgen. Es wird immer in irgendeiner Form vorgesehen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch nach der Unterzeichnung des Vertrages mit dem Erstanbieter auf «superior offers» eintreten kann d.h. bei einem höheren Angebot eines Dritten auf dieses neue Angebot umschwenken und den Vertrag

---

4 Vgl. Henry Peter, Sonja Blaas, Lukas Roos, Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechts: sneaking tactics, level playing field und Auktionspflicht, in: SZW 2010, 173 ff., 184; Rudolf Tschäni, Ausservertragliche Haftung (‚Aiding and Abetting'): Finanzberater im M&A-Minenfeld, in: GesKR 2015, 131 ff., 132.

5 Vgl. Marco Superina, 10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz, in Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, 239 ff., 241 f.

6 Oliver Triebold, Deal Protection bei M&A-Transaktionen – Ausgewählte Aspekte, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich 2009, 225 ff., 228 ff.

mit dem Erstanbieter auflösen kann.[7] Diese Klauseln erlauben dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in manchen Fällen sogar während einer bestimmten Periode aktiv nach einem Konkurrenzanbieter zu suchen, damit er auf diese Weise seinen aktienrechtlichen Verpflichtungen gegenüber den Aktionären nachkommen kann. Auch im vorliegenden Fall enthielt der Vertrag zwischen Marriott und Starwood vom März 2015 eine Klausel, die dem Verwaltungsrat erlaubte, das Merger Agreement aufzulösen, wenn vor dem Entscheid der Aktionäre eine höhere Offerte mit einem Finanzierungsnachweis eingeht. Der Verwaltungsrat von Starwood stellte nach dem Eingang des Angebotes von Anbang von Mitte März 2015 daher auch fest, dass dieses aufgrund des höheren Preises und des Finanzierungsnachweises eine «superior offer» sei und entschloss sich, dieses Angebot zu unterstützen und auf Verhandlungen mit Anbang über den Abschluss einer entsprechenden Transaktionsvereinbarung einzutreten. Gleichzeitig hatte natürlich aber auch Marriott die Möglichkeit, ihr Angebot zu verbessern, um auf diese Weise für die Aktionäre das finanzielle Ergebnis der Transaktion zu verbessern.

Letztliche führen die «fiduciary duties» bei amerikanischen Gesellschaften immer dazu, dass es faktisch zu einer Auktion kommt.[8] Die «fiduciary duties» zwingen den Verwaltungsrat dazu, auf jedes höhere Angebot einzutreten und alle so zu strukturieren, dass dies möglich ist; damit muss sich ein Unternehmen, das zum Verkauf steht, dem «Markt für Unternehmenskontrolle» stellen und ist den entsprechenden Marktkräften ausgesetzt.

3. Break-up Fees

Im vorliegenden Fall vereinbarten Marriott und Starwood eine Break-up Fee in Höhe von USD 400 Mio., welche bezahlt werden sollte, falls die Fusion wegen eines höheren Drittangebotes nicht zu Stande kommt. Ursprünglich hatten Break-up Fees die Funktion, die Kosten eines Anbieters abzudecken, die nutzlos wurden, wenn nach dem Abschluss einer Transaktion bzw. Fusionsvereinbarung eine höhere Offerte einging, die von den Aktionären angenommen wurde. In den USA haben sich die Break-up Fees aber sehr schnell von der reinen Kostendeckung entfernt und sind zum Instrument der Transaktionssicherung geworden. Nach Delaware Recht können sie sich, völlig unabhängig von den tatsächlichen Kosten, auf bis zu 5 % des Gegenwerts belaufen, den Aktionäre im Rahmen eines Übernahmeangebots oder einer Fusion erhalten.[9] Diese hohen Break-up Fees werden damit begründet, dass der Erstanbieter dafür entschädigt werden müsse, dass er den Bieterwettbewerb eröffnet hat und so den Aktionären die Möglichkeit zu einer Wertsteigung gegeben hat.[10] Tatsächlich schaffen diese Break-up Fees aber eine Hürde für den nächsten Bieter, da sie dessen Angebot erheblich verteuern; ein Konkurrenzbieter muss nicht nur das Angebot des ersten Bieters übertreffen, sondern beim Erfolg seines Angebotes auch mit einem Wertverlust des Unternehmens rechnen, der durch die Zahlung der Break-up Fees entsteht.[11] Ein Konkurrenzanbieter muss bei seiner finanziellen Planung somit die Break-up Fees zum Preis, den er bezahlt, addieren, auch wenn er die Break-up Fees nicht selbst zahlen muss.

III. Industrie- oder finanzorientierte Käufer?

Im vorliegendem Fall standen sich ein industrieorientierter Kaufinteressent, der strategischen Zielen verfolgte – Marriott – und ein finanzorientierter Käufer, der rein finanzielle Ziele verfolgte – Anbang – gegenüber. Im Allgemeinen geht man bei derartigen Konstellationen davon aus, dass der industrieorientierte Käufer am Ende einer Bieterkonkurrenz gewinnt, da er Synergien erzielen kann, welche einen höheren Kaufpreis rechtfertigen bzw. die Rendite seiner Investition steigern. Demgegenüber hat ein finanzorientierter Investor keine derartigen Möglichkeiten zur Ergebnisverbesserung, was eigentlich zu einem entsprechend tieferen Angebot führen müsste. Überdies führen die strategischen Ziele, die industrieorientierte Kaufinteressenten verfolgen, dazu, dass diese oftmals einen Preis anbieten, der über einer rein finanzorientierten Bewertung liegt, da sie den eigenen strategischen Zielen einen hohen Wert beimessen.[12]

Im heutigen Zinsumfeld stimmen diese Prämissen nicht mehr in jedem Fall: Wenn ein Unternehmen einen beständigen Einkommensfluss verspricht, ist dies für finanzorientierte Investoren, d.h. private equity Firmen und Hedge Fonds bzw. die dahinter stehenden institutionellen Investoren, äusserst interessant. Vor allem, weil alternative Anlagenmöglichkeiten wie Obligationen, Immobilien oder Aktien nur sehr geringe Rendite abwerfen, neigen heute die finanzorientierten Investoren in diesen

---

7 William M. Lafferty, Lisa A. Schmidt, Donald J. Wolfe, Jr., A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law, in: Penn State Law Review 2012, Vol. 116, 837 ff., 866; Christina M. Sautter, Rethinking Contractual Limits on Fiduciary Duties, in: Florida State University Law Review 2010, Vol. 38, 55 ff., 73.

8 Peter, Blaas, Roos (FN 4), 184

9 Lafferty, Schmidt, Wolfe (FN 7), 869, FN 164; zum amerikanischen Recht eingängig auch Christian Tannò, Break-up fee-Vereinbarungen in Unternehmenszusammenschlussverträgen nach schweizerischen, deutschem, britischem und US-amerikanischem Gesellschaftsrecht, Diss. Zürich 2012, 75 ff. (= SSHW 307).

10 Lafferty, Schmidt, Wolfe (FN 7), 869.

11 Vgl. Nina Epper, Die freundliche öffentliche Übernahme, Diss. Bern 2008.

12 In der Praxis führt dies später in manchen Fällen zur nüchternen Beurteilung, dass zu viel bezahlt worden sei.

Fällen zu sehr hohen Bewertungen und machen Investitionen, die eine relativ geringe direkte Rendite abwerfen. Im vorliegenden Fall zeigte sich dieser Mechanismus bei Anbang, die als Versicherungsgesellschaft wegen des Zuflusses von Prämien in einem beständigen Zwang steht, Investitionen zu machen, die eine Rendite erzielen. Auch in Europa und insbesondere in der Schweiz sprechen Versicherungen und andere institutionelle Anleger von einem «Anlagenotstand», der dazu führt, dass die Renditen, die mit normalen Finanzanlagen erreicht werden können, immer stärker zurück gehen, was diese Investoren dazu bringt, im Private-Equity-Bereich und in anderen Bereichen mit höheren Risiken zu investieren.

Daher überbot Anbang Marriott im März 2016, obwohl Marriott in Zusammenschluss mit Starwood Synergien erzielen konnte und stellte auch Ende März 2016 dem verbesserten Angebot von Marriott noch einmal ein eigenes Angebot entgegen. Ob Anbang auf dieses Angebot letztlich wegen eines Eingriffes des chinesischen Regulators verzichtete oder ob es schliesslich doch die finanzielle Disziplin war, die sich bei diesem Finanzinvestor durchsetzte und ihn von einem zu hohen Angebot abhielt, kann dahingestellt bleiben. Tatsache ist, dass diese Transaktion zeigt, dass heute finanziell interessierte Investoren sehr weit gehen können – ein Phänomen, das sich derzeit gerade an den hohen Bewertungen des Immobilienmarktes und den hohen Transaktionspreisen im Private-Equity-Sektor zeigt.

IV. Schweizerisches Recht

Die oben dargestellte Transaktion gibt Anlass zu einem Blick in das schweizerische Recht, um Parallelen und Unterschiede festzustellen:

1. Fusion und Übernahmeangebot als Alternativen

Rein wirtschaftlich betrachtet verfolgen eine Annexionsfusion und ein öffentliches Angebot das gleiche Ziel: Eine Gesellschaft will eine Zielgesellschaft übernehmen. Aus rechtlicher Sicht bestehen allerdings grosse Unterschiede zwischen den beiden Transaktionen. In der Schweiz würde das Angebot von Anbang als öffentliches Übernahmeangebot im Sinne von Art. 125 ff. FinfraG betrachtet, während die Übernahme durch Marriott eine Fusion im Sinne von Art. 3 ff. Fusionsgesetz wäre. Diese unterschiedliche rechtliche Qualifikation führt dazu, dass für die Durchführung der Transaktion unterschiedliche Regeln zur Anwendung kommen und auch unterschiedliche Aufsichtsmechanismen greifen. Während das Fusionsverfahren auch bei kotierten Gesellschaften ohne staatliche Aufsicht zwischen Übernehmerin und Zielgesellschaft abgewickelt wird und höchstens der Revisionsexpertin, die einen Prüfungsbericht abgibt, eine Aufsichtsfunktion zukommt, untersteht ein öffentliches Übernahmeangebot der Aufsicht der Übernahmekommission,[13] die nicht nur die Einhaltung der Verfahrensvorschriften überprüft, sondern das Verfahren zum Teil auch aktiv durch Verfügungen gestalten kann.[14] Wegen der unterschiedlichen rechtlichen Struktur und Regelungen von öffentlichen Übernahmeangebot und Fusion werden diese rechtlich auch nicht als konkurrierende Transaktionen betrachtet; ein Angebot eines Dritten zur Fusion im Sinne von Art. 3 ff. FusG wird deshalb nicht als Konkurrenzangebot im Sinne von Art. 48 UEV betrachtet und löst deshalb auch nicht die für Konkurrenzangebote vorgesehenen Rechtsfolgen aus.[15]

Aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft ist die völlig unterschiedliche Struktur und Regelung von Fusionen und öffentliche Angeboten auch in der Schweiz bedeutungslos. Für den Aktionär der Zielgesellschaft ist nur entscheidend, welchen Gegenwert er im Rahmen einer derartigen Transaktion erhält, d.h. welchen Wert die Aktien haben, die er in die Fusion erhält und welcher Betrag in einem öffentlichen Angebot in Aussicht gestellt wird. Die Aktionäre der Zielgesellschaft entscheiden daher auch in der Schweiz allein aufgrund finanzieller Kriterien zwischen öffentlichem Angebot und Fusion. Wenn der Verwaltungsrat einen Fusionsvertrag abschliesst und diesen den Aktionären zur Genehmigung vorliegt, werden sie nicht für diese Fusion stimmen, wenn eine Drittpartei gleichzeitig ein höheres Angebot lanciert. Umgekehrt werden sie sich gegen ein öffentliches Angebot entscheiden, wenn ein Dritter eine Fusion anbietet, die zu einem besseren finanziellen Ergebnis führt. Bei der Entscheidung der Aktionäre gilt dabei natürlich auch in der Schweiz, dass ein Barangebot, wie es für ein öffentliches Angebot typisch ist, bessere Chancen hat als eine Fusion, bei der grundsätzlich Aktien angeboten werden.[16]

2. Die Position des Verwaltungsrates einer schweizerischen Zielgesellschaft

2.1 Interessen der Gesellschaft oder Interessen der Aktionäre?

Nach der schweizerischen Konzeption der Aktiengesellschaft ist der Verwaltungsrat Organ der Gesellschaft und nicht ein Vertreter der Aktionäre. Gemäss Art. 717 Abs. 1 OR ist er deshalb den Interessen des Unterneh-

---

13 Rudolf Tschäni, Hans-Jakob Diem, Jacques Iffland, Tino Gaberthüehl, Öffentliche Kaufangebote, 3. Auflage, Zürich 2014, 153.

14 Vgl. Tschäni et al. (FN 13), 125 ff.

15 Eva Bilek, Konkurrierende Übernahmeangebote, Diss. Zürich 2011, 4 (= SSHW 301).

16 Vgl. Superina (FN 5), 241 f.

mens verpflichtet und nicht den Interessen der Aktionäre.[17] Die schweizerische Lehre und Rechtsprechung gehen davon aus, dass sich der Verwaltungsrat für die Erhaltung der Existenz des Unternehmens und dessen mittel- und langfristiger Wertsteigerung einsetzen muss.[18] Er hat aber keine Verpflichtung, für hohe Kurse bzw. attraktive Übernahmeangebote für die Aktionäre zu sorgen. Er hat daher auch keine Auktionspflicht, wenn er die Möglichkeit öffentlicher Angebote oder attraktive Fusionen sieht.[19] Auch wenn er entsprechende Anfragen erhält, muss er weder auf diese eingehen, noch spontan eine Auktion zu organisieren, um den Aktionären einen hohen Preis zu sichern.[20] Wenn der Verwaltungsrat aufgrund einer Analyse des Unternehmens zur Überzeugung kommt, dass der Zusammenschluss mit dem anderen Unternehmen richtig ist, kann er auch exklusiv nur mit diesem verhandeln und zum Abschluss einer Fusions- oder Transaktionsvereinbarung kommen, ohne dass er Konkurrenzofferte einholt.[21]

Die rechtliche Betrachtung kontrastiert natürlich mit der wirtschaftlichen Sicht der Aktionäre, die den Verwaltungsrat auch in der Schweiz sehr wohl als Vertreter ihrer Interessen betrachten und diesen entsprechend in Pflicht nehmen.[22] Gerade aktivistische Aktionäre, welche der Ansicht sind, dass ein Verwaltungsrat bei einem bestimmten Unternehmen zu wenig unternimmt, um den Unternehmenswert zu steigern, stellen im Dialog mit dem betreffenden Verwaltungsrat häufig Forderungen nach einem Verkauf oder ähnlichen Transkationen.[23] Auch wenn derartige Forderungen der Aktionäre vor dem Hintergrund von Art. 717 OR rechtlich keine Bedeutung haben, verfehlen sie auch in der Schweiz ihre Wirkung nicht – bei allen rechtlichen Überlegungen zu den Pflichten des Verwaltungsrates steht gemäss Art. 3 VegüV fest, dass dieser bei einer Publikumsgesellschaft jährlich von den Aktionären gewählt werden muss. Die Aktionäre werden aber Verwaltungsräte, die ihre Erwartungen enttäuschen bzw. ihre Vorschläge nicht aufnehmen, kaum wieder wählen.[24] Daher richten sich auch in der Schweiz viele Verwaltungsräte nach den finanziellen Wünschen der Aktionäre aus und suchen mindestens Kompromisse, um ihren Forderungen nachzukommen. Letztlich setzt sich hier natürlich das Prinzip durch, dass der Aktionär in wirtschaftlicher Betrachtung Eigentümer des Unternehmens ist und sich deshalb mindestens dann durchsetzt, wenn eine Mehrheit Aktionäre bestimmtes Ziel verfolgt.

2.2 Die aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrates bei Konkurrenzangeboten

Die formellen Pflichten des Verwaltungsrates bei konkurrierenden Angeboten werden in Art. 49 ff. UEV geregelt. Diese kommen allerdings nur bei einer Konkurrenz, zwischen öffentlichen Angeboten zur Anwendung d.h. erst, wenn mindestens zwei Anbieter eine Voranmeldung veröffentlicht haben. Sie kommen dagegen nicht zur Anwendung, wenn sich ein öffentliches Übernahmeangebot und ein Fusionsangebot gegenüber stehen.[25] Die Frage, wie sich ein Verwaltungsrat vor der Veröffentlichung eines öffentlichen Angebotes verhält und welche Schritte er bei Konkurrenzsituationen, die nicht unter Art. 48 ff. UEV fallen, einleiten muss, wird allein vom Aktienrecht geregelt.

Beschliesst der Verwaltungsrat dem Verkauf der Gesellschaft zuzustimmen und dementsprechend ein öffentliches Angebot zu unterstützen oder befürwortet er eine Annexionsfusion, bei der die Gesellschaft untergeht, muss er sich dafür einsetzen, dass die Aktionäre bei einer derartigen Übernahme einen möglichst hohen Preis erhalten.[26] Diese Pflicht ergibt sich primär aus der Pflicht des Verwaltungsrates, alle Aktionäre gleich zu behandeln: Unterstützt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Transaktion, bei der die Aktionäre der Zielgesellschaft ihre Aktien zu einem Betrag verkaufen bzw. bei einer Fusion tauschen, der unter den bei einer harten Verhandlung bzw. bei Wettbewerbsverhältnissen erzielbaren Preis liegt, so sorgt der Verwaltungsrat letztlich dafür, dass der übernehmende Aktionär zu Lasten der verkaufenden Aktionäre einen Vorteil in Höhe der Differenz zwischen Angebotspreis und dem optimal erzielbaren Preis erhält. Eine derartige Vermögensverschiebung von einer Aktionärsgruppe zu einer anderen widerspricht aber der Gleichbehandlungspflicht.[27]

Hier zeigt sich, dass die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft auch unter Schweizer Recht ändern, sobald er sich dazu entscheidet, den Aktionären ein öffentliches Angebot oder eine Fusion zu empfehlen. Während der Verwaltungsrat vor einem derartigen Entscheid, wie oben dargestellt, keine Verpflichtung hat, für ein hohes Angebot zu sorgen, hat er im Moment, in dem er sich dazu entschliesst, ein öffentliches Angebot oder eine

---

17 Roland Müller, Lorenz Lipp, Adrian Plüss, Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 4. Auflage, Zürich 2014, 530.

18 Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. Auflage, Zürich 2009, § 13 N 598.

19 Peter, Blaas, Roos (FN 4), 184 f.; Eric Olivier Meier, Due Diligence bei Unternehmensübertragungen, Diss. Zürich 2010, 368 f. (= SSHW 286).

20 Andrin Schnydrig, Markus Vischer, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, in: AJP 2006, 1192 ff., 1198.

21 Vgl. Jakob Höhn, Macht sich Freundlichkeit für einen Unternehmer bezahlt?, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich 2009, 41 ff., 46 f.

22 Meier (FN 19), 369 f.

23 Vgl. Superina (FN 5), 252 f.

24 Vgl. Frank Gerhard, Das virtuelle Übernahmeangebot, in: GesKR 2006, 216 ff., 219.

25 Bilek (FN 15), 3 f.

26 Epper (FN 11), 109; Meier (FN 19), 370.

27 Claire Huguenin, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich 1994, 214 f.

Fusion zu unterstützen, die Verpflichtung, für seine Aktionäre ein optimales Resultat zu erzielen. Diese Pflicht geht nach schweizerischer Auffassung nicht so weit, dass der Verwaltungsrat aktiv Alternativen suchen muss, er darf aber diese mindestens nicht verhindern.[28] Deshalb enthalten Transaktionsvereinbarungen für öffentliche Übernahmen schweizerischer Unternehmen im Normalfall ebenfalls eine «fiduciary-out»-Klausel, die es dem Verwaltungsrat erlaubt, von der vertraglich vereinbarten Unterstützung eines Angebotes abzusehen, wenn ein höheres Angebot eingeht.[29] Bei Fusionsvereinbarungen finden sich ebenfalls derartige Bestimmungen.[30] Es ist unbestritten, dass der Verwaltungsrat in Anbetracht einer Konkurrenzofferte seine Meinung auch bei einer Fusion ändern kann und den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft und den Aktionären in der Generalversammlung die Ablehnung empfehlen kann.[31]

2.3 Die Break-up Fee in der Schweiz

Auch in der Schweiz verlangen Anbieter in Verhandlungen häufig die Zusicherung einer Break-up Fee, wenn sie mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft über eine Transaktion verhandeln.[32] Genau gleich wie in den USA wird zur Rechtfertigung derartiger Break-up Fees argumentiert, dass diese notwendig sind, damit der Anbieter überhaupt ein Angebot macht und die Aktionäre der Zielgesellschaft damit die Möglichkeit haben, ihre Aktien zu einem hohen Preis zu verkaufen. Eine derartige Argumentation rechtfertigt eine Zahlung der Zielgesellschaft allerdings nur bis zur Höhe der internen und externen Kosten, die ein öffentliches Angebot dem Erstanbieter verursacht.[33] Eine Zahlung, die über diesen Betrag hinausgeht, kann nur dazu dienen, Drittanbieter, die ein besseres Angebot bzw. eine Fusion mit besseren Bedingungen anbieten möchten, abzuhalten.[34] Damit würde sich der Verwaltungsrat letztlich in den Dienst der Interessen des Anbieters stellen, was unzulässig ist. Eine derartige Zahlung würde auch der Verpflichtung des Verwaltungsrates aus Art. 717 Abs. 1 OR, für die Interessen der Gesellschaft zu sorgen, verletzen und die Mittel der Gesellschaft verwendet, um Mitinteressen und Interessen Dritter zu wahren.[35] Dies hat dazu geführt, dass in Transaktionsvereinbarungen für die Übernahmen schweizerischen Zielgesellschaften oft gar keine Break-up Fees vereinbart oder aber wesentlich geringere Beträge festgelegt werden, die sich an den tatsächlichen internen und externen Kosten des Anbieters orientieren.

---

28 Meier (FN 19), 370 f.

29 Valentin Jentsch, Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, Inhalt, Zulässigkeit und Durchsetzung, Diss. Zürich 2015, Rz. 489 (= ZStP 266); Rolf Watter, Dieter Dubs, Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, in: AJP 1998, 1308 ff., 1326.

30 Vgl. Rudolf Tschäni, Lyondell – Pflichten des Verwaltungsrates beim Kontrollwechsel, in: GesKR 2010, 72 ff., 73.

31 Vgl. Caroline Hirsiger, Der Schutz der Gesellschafter, Gläubiger und Arbeitnehmer bei der Fusion von Kapitalgesellschaften nach schweizerischem und europäischem Fusionsrecht, Diss. Basel, Zürich 2006, 147 (= SSHW 246).

32 Schnydrig, Vischer (FN 20), 1193 f.

33 Mirjam Meyer, Rechtsrisiken bei M&A-Transaktionen unter besonderer Berücksichtigung des schweizerischen Rechts, , Diss. Zürich 2013, 272 (= ZStP 256).

34 Vgl. Epper (FN 11), 152.

35 Meyer (FN 33), 272.