Urs Schenker*

# Die Übernahme von Autonomy durch Hewlett-Packard

**Inhaltsübersicht**

I. Die Transaktion
1. Die beteiligten Unternehmen
2. Das öffentliche Angebot von Hewlett-Packard für Autonomy
3. Probleme bei Autonomy
4. Klage von Aktionären gegen Hewlett-Packard
5. Die Klage von Hewlett-Packard gegen Organe von Autonomy
II. Gefahren bei öffentlichen Übernahmen
III. Schweizerische Perspektiven
1. Verbindlichkeit öffentlicher Angebote
2. Rechtsbehelfe bei Mängeln der Zielgesellschaft nach Vollzug des Angebotes
2.1 Keine Rechtsbehelfe aus der Transaktionsvereinbarung
2.2 Kein Anspruch aus Kaufvertrag mit den Aktionären der Zielgesellschaft
2.3 Ansprüche gegen Organe der Zielgesellschaft
2.4 Fazit – Buyer Beware
3. Ansprüche gegen den Verwaltungsrat der Anbieterin

## I. Die Transaktion[1]

### 1. Die beteiligten Unternehmen

Autonomy Corp. plc wurde 1996 von M. Lynch und R. Gaunt gegründet, wobei M. Lynch das Unternehmen ab dem Zeitpunkt seiner Gründung als CEO führte. Autonomy spezialisierte sich auf Software zur Analyse von geschäftlichen Daten, wobei diese Software insbesondere *Big Data*-Analysen ermöglicht. Das Unternehmen expandierte nach seiner Gründung sehr rasch und wurde bereits 1998 kotiert. Entsprechend der positiven Entwicklung des Geschäftes steigerte sich der Kurs der Aktie nach der Kotierung erheblich – Autonomy war ein hoch bewerteter *Rising Star* unter den englischen IT- und Softwarefirmen.

Hewlett-Packard war um 2000 insbesondere wegen ihrer Drucker, PCs, Laptops und Taschenrechner bekannt, begann aber ab ca. 2001 ihr Dienstleistungs- und Softwaregeschäft auszudehnen, da das Unternehmen in diesen Bereichen höhere Margen und besseres Wachstum als im traditionellen Hardwarebereich erwartete. Zu diesem Zweck machte Hewlett-Packard ab diesem Zeitpunkt im Software- und Dienstleistungsbereich, die damals als Wachstumsgebiete galten, auch verschiedenen Akquisitionen.

### 2. Das öffentliche Angebot von Hewlett-Packard für Autonomy

Am 30. September 2010 wurde L. Apotheker, ehemaliger Vorstandssprecher der SAP, zum CEO von Hewlett-Packard gewählt und trieb die Umwandlung zum Software- und Dienstleistungsunternehmen weiter voran. Teil seiner Strategie sollte die Übernahme von Unternehmen sein, die Hewlett-Packard Zugang zu wachstumsträchtigen Märkten verschaffen würden. Eine zentrale Rolle sollte dabei die Übernahme von Autonomy spielen, welche Hewlett-Packard den Bereich Business Data Analysis und vor allem Big Data Analysis öffnen sollte. Nach Verhandlungen zwischen den CEOs der

* Prof. Dr. iur. LL.M. Urs Schenker. Der Autor hat nicht an dieser Transaktion mitgewirkt. Dieser Artikel basiert ausschliesslich auf öffentlich zugänglichen Unterlagen. Der Autor dankt im Weiteren stud. iur. Viktoriya Chernaya für die Aufbereitung des Materials und die kritische Durchsicht des Textes.

[1] Da der Autor in die beschriebene Transaktion nicht involviert war, stammen die Angaben über den Sachverhalt alle aus öffentlich zugänglichen Quellen: Angela Monaghan, Hewlett Packard offloads last Autonomy assets in software deal, The Guardian vom 8. September 2016, <https://www.theguardian.com/business/2016/sep/08/hewlett-packard-autonomy-assets-software-deal-micro-focus> (besucht am 2. November 2017); David Goldman, HP takes $8.8 billion writedown on Autonomy, CNN Tech vom 20. November 2011, <http://money.cnn.com/2012/11/20/technology/enterprise/hp-earnings/index.html> (besucht am 2. November 2017); Juliette Garside, Ex-Autonomy director accused by US prosecutors of elaborate financial fraud, The Guardian vom 13. November 2016, <https://www.theguardian.com/business/2016/nov/13/autonomy-alleged-fraud-sushovan-hussain-justice-department> (besucht am 2. November 2017); James B. Stewart, From H.P., A Blunder That Seems to Beat All, The New York Times vom 30. November 2012, <http://www.nytimes.com/2012/12/01/business/hps-autonomy-blunder-might-be-one-for-the-record-books.html> (besucht am 2. November 2017); Juliette Garside, HP to pay $100m to settle Autonomy dispute , The Guardian vom 9. Juni 2015, <https://www.theguardian.com/business/2015/jun/09/hp-autonomy-settle-lawsuit> (besucht am 2. November 2017); Richard Waters, HP enterprise seeks to end Autonomy saga with software sale, Financial Times vom 2. September 2016, <https://www.ft.com/content/e657857a-7113-11e6-a0c9-1365ce54b926> (besucht am 2. November 2017).

beiden Unternehmen und einer relativ kurzen Due Diligence von Hewlett-Packard bei Autonomy schlossen die beiden Parteien am 8. Juni 2011 eine Transaktionsvereinbarung ab, worauf Hewlett-Packard am 18. August 2011 öffentlich mitteilte, dass sie allen Aktionären von Autonomy ein öffentliches Angebot zu einem Preis von USD 42.11 pro Aktie unterbreiten würde. Dies entsprach einer Prämie von 64 % über dem Vortagesschlusskurs und einem Gesamtpreis[2] von USD 10.2 Mrd. Da Autonomy Finanzschulden von rund USD 1.5 Mrd. aufwies, ergab sich aufgrund dieses Kaufpreises ein Enterprise Value in Höhe von rund USD 11.7 Mrd.

Die Transaktion wurde von den Verwaltungsräten von Hewlett-Packard und Autonomy einstimmig genehmigt, wobei der Verwaltungsrat von Autonomy den Aktionären dieser Gesellschaft empfahl, das Angebot anzunehmen. Im Media Release der Hewlett-Packard vom 18. August 2011 sagte L. Apotheker «Autonomy presents an opportunity to accelerate our strategic vision to decisively and profitably lead a large and growing space. Autonomy brings to HP higher value business solutions…».[3] Erst später wurde bekannt, dass es bei Hewlett-Packard intern starken Widerstand gegen die Transaktion gegeben hatte. Vor allem C. Lesjak, CFO von Hewlett-Packard, hatte sich gegen die Transaktion gestellt. Allerdings konnte sich L. Apotheker gegen diesen internen Widerstand durchsetzen.

Die Reaktion der Anleger auf die Ankündigung der Transaktion war gespalten. Während die Autonomy-Aktionäre mit der Transaktion äusserst zufrieden waren und der Kurs der Autonomy-Aktie in die Höhe schnellte, kritisierten verschiedene Analysten das Vorgehen von Hewlett-Packard und äusserten Zweifel daran, dass die Transaktion für Hewlett-Packard tatsächlich vorteilhaft sei. Dabei wurde vor allem geltend gemacht, dass der Preis für Autonomy viel zu hoch sei. Der Enterprise Value von USD 11.7 Mrd. entsprach dem 13.4-fachen des Umsatzes 2010 und dem 27.9-fachen des in diesem Jahr erreichten EBITDA – Multiples, die selbst im hochbewerteten IT- und Softwarebereich ungewöhnlich hoch waren. Die Zweifel von Analysten und Anlegern führten zu einem erheblichen Kursrückgang der Hewlett-Packard-Aktien, der wiederum die Unzufriedenheit der Hewlett-Packard-Aktionäre verstärkte, welche den Verwaltungsrat und den CEO der Gesellschaft scharf kritisierten.

Diese Marktentwicklung und die Kritik von Analysten und Aktionären stärkten den internen Widerstand bei Hewlett-Packard gegen die Transaktion. Offenbar stellte auch L. Apotheker bald fest, dass die Transaktion für Hewlett-Packard ungünstig war bzw. dass Autonomy zu teuer gekauft werde. Allerdings konnte sich Hewlett-Packard nach englischem Recht nach der öffentlichen Ankündigung des Angebotes nicht mehr von der Transaktion zurückziehen. Die Kritik an der Transaktion führte aber dazu, dass der Verwaltungsrat noch vor dem Vorzug der Transaktion, am 22. September 2011, L. Apotheker als CEO absetzte[4] und M. Whitman als neuen CEO einsetzte. Am 3. Oktober 2011 wurde die Transaktion vollzogen; Hewlett-Packard meldete, dass das Angebot für 87,3 % der Autonomy-Aktien angenommen worden war.

## 3. Probleme bei Autonomy

Nach dem Vollzug der Transaktion erlitt Autonomy bereits im ersten Quartal 2012 einen starken Gewinnrückgang, worauf M. Lynch, der nach den ursprünglichen Plänen von Hewlett-Packard die neu erworbene Tochtergesellschaft langfristig führen sollte, als CEO von Autonomy zurücktrat. Ein weiterer Ertragsrückgang und eine Häufung operativer Probleme führten dazu, dass Hewlett-Packard per 20. November 2012 insgesamt USD 8.8 Mrd. abschrieb. Mit dieser Abschreibung war das Eingeständnis verbunden, dass die Akquisition von Autonomy ihre strategischen Ziele nicht erreicht und Werte vernichtet hatte. Bei der Begründung der Abschreibung machte Hewlett-Packard geltend, dass Autonomy vor der Übernahme durch Hewlett-Packard zu hohe Umsätze und Gewinne ausgewiesen hatte, um Hewlett-Packard zu einem überhöhten Angebot zu verleiten. Autonomy hätte insbesondere Erträge aus Softwarelizenzen, die über Wiederverkäufer vertrieben wurden, nicht richtig bzw. zu früh verbucht und den Wiederverkauf von Hardwarekomponenten fälschlicherweise als Erlös aus dem Verkauf von Software deklariert hatte. M. Lynch wehrte sich in den Medien gegen diese Vorwürfe und behauptete seinerseits, dass der Niedergang von Autonomy allein auf die verfehlte Integrationspolitik und das schlechte Führungsverhalten von Hewlett-Packard zurückzuführen sei. Zu den von Hewlett-Packard prominent erwähnten Unregelmässigkeiten bei der Verbuchung hielt er fest, dass alle von Hewlett-Packard erwähnten Softwareverkäufe über Wiederverkäufer vollständig bezahlt worden waren und dass die Verbuchung kombinierter Software/Hardwareverkäufe den geltenden Vorschriften entsprach. Überdies waren die behaupteten Unregelmässigkeiten seiner Ansicht nach für die Abschreibung nicht kausal, da sie nur einen sehr geringen Teil des Geschäfts betrafen. Die Vorwürfe von Hewlett-Packard wurden sowohl vom englischen Serious Fraud Office als auch von der amerikanischen

---

2 Equity Value.

3 <http://www8.hp.com/ch/fr/m/news/details.do?id=1051736&articletype=news_release> (besucht am 6. November 2017).

4 Jay Yarow, HP's Chairman: Here Are The Three Reasons We Canned Leo Apotheker, Business Insider vom 22. September 2011, <http://www.businessinsider.com/hp-firing-leo-apotheker-2011-9> (besucht am 2. November 2017).

SEC untersucht. Die Verfahren beider Behörden führten aber zu keinem Ergebnis und keine der beiden Behörden ging gegen Autonomy bzw. ihre Organe vor. Sie stellten offenbar bisher auch kein regulatorisch relevantes Fehlverhalten fest.

### 4. Klage von Aktionären gegen Hewlett-Packard

Am 27. November 2012 wurde Hewlett-Packard in Kalifornien von verschiedenen Aktionären eingeklagt. Die Kläger machten geltend, dass das Management und der Verwaltungsrat bei der Akquisition von Autonomy ihre Sorgfaltspflicht verletzt und nach der Akquisition ihre Aktionäre nicht zeitgerecht über die Probleme bei Autonomy und die drohenden Abschreibungen orientiert hatten. Am 9. Juni 2015 schloss Hewlett-Packard mit den Klägern einen Vergleich ab, gemäss dem Hewlett-Packard USD 100 Mio. bezahlte, aber keinerlei Fehlverhalten eingestand – vor allem verwahrte sich Hewlett-Packard gegen den Vorwurf, dass ihre Organe bei der Akquisition von Autonomy unsorgfältig vorgegangen seien.

### 5. Die Klage von Hewlett-Packard gegen Organe von Autonomy

Am 10. November 2016 reichte Hewlett-Packard eine Klage gegen M. Lynch, den früheren CEO von Autonomy, und S. Hussain, den früheren CFO dieser Gesellschaft, ein und machte dabei eine Forderung von USD 5.1 Mrd. geltend. Diese Forderung wurde damit begründet, dass Abschreibungen in dieser Höhe auf betrügerische Machenschaften in der Buchhaltung von Autonomy zurückzuführen seien, d.h. auf die oben erwähnten Falschbuchungen. M. Lynch reichte daraufhin eine Widerklage über USD 160 Mio. ein, die er mit verleumderischer Rufschädigung durch Hewlett-Packard begründete. Der Entscheid des Gerichtes steht aus und wird für 2018 erwartet.

## II. Gefahren bei öffentlichen Übernahmen

Der vorliegende Fall zeigt praktisch das ganze Spektrum der juristischen Probleme bei einer öffentlichen Übernahme, welche die Erwartungen der Anbieterin nicht erfüllt. Der Fall zeigt auch, dass die Anbieterin und ihre Organe in einer derartigen Situation fast zwangsläufig in einen Zweifrontenkrieg geraten. Einerseits werden die Organe der Anbieterin versuchen, die Werteinbusse des erworbenen Unternehmens mit Fehlern und Täuschungsmanövern der bisherigen Organe und Aktionäre zu erklären und werden gegen diese Ansprüche geltend machen. Andererseits sind die Organe der Käuferin aber auch selbst Vorwürfen und Ansprüchen ihrer Aktionäre ausgesetzt, welche die Organe für die missglückte Akquisition und die Werteinbusse auf den eigenen Aktien verantwortlich machen. Der Unmut der Aktionäre kann – wie im Falle von L. Apotheker – nicht nur sehr rasch zur Absetzung führen, sondern auch Schadenersatzklagen der Aktionäre zur Folge haben.

## III. Schweizerische Perspektiven

### 1. Verbindlichkeit öffentlicher Angebote

Da die Ankündigung der geplanten Übernahme bei Analysten und bei Aktionären auf Kritik stiess und zu einem Kurseinbruch der Hewlett-Packard-Aktien führte, kamen im Verwaltungsrat von Hewlett-Packard trotz der ursprünglich einstimmigen Zustimmung zur Akquisition schon bald Zweifel bezüglich der Transaktion auf, zumal sich die bisherigen Kritiker der Transaktion wie insbesondere C. Lesyak, CFO von Hewlett-Packard, in ihrer Haltung bestärkt sahen. In dieser Situation stellte sich zwangsläufig die Frage, ob Hewlett-Packard das Übernahmeangebot noch hätte zurückziehen können. Da im vorliegenden Fall bereits eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen und die Transaktion öffentlich bekanntgegeben worden war, war ein Rückzug des Angebotes nach dem anwendbaren englischen Recht offenbar nicht mehr möglich.

Diese Frage kann sich in einer ähnlichen Situation auch in der Schweiz stellen – wann ist für die Anbieterin der «*point of no return*» erreicht?

- **Abschluss der Transaktionsvereinbarung**
  Transaktionsvereinbarungen werden zwischen der Anbieterin und der Zielgesellschaft abgeschlossen.[5] Hauptflicht der Anbieterin ist dabei die Unterbreitung eines öffentlichen Angebotes an die Aktionäre der Zielgesellschaft gemäss den in der Transaktionsvereinbarung vorgesehenen Parametern.[6] Transaktionsvereinbarungen werden allerdings normalerweise nicht als Verträge zu Gunsten Dritter, d.h. zu Gunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft, formuliert – direkte Ansprüche dieser Aktionäre werden im Gegenteil meistens vom Vertragstext ausdrücklich ausgeschlossen. Der Anleger kann daher im Normalfall aus der

[5] Andrin Schnydrig/Markus Vischer, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 10/2006, 1192; Valentin Jentsch, Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, Diss. Zürich 2015, 9 (= ZStP 266).

[6] Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, Öffentliche Kaufangebote, 3. Aufl., Zürich 2014, S. 87; Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 694; Schnydrig/Vischer (FN 5), 1193.

Transaktionsvereinbarung keinen Anspruch auf die Durchführung eines Angebotes oder andere Ansprüche gegen die Anbieterin ableiten. Die Zielgesellschaft kann hingegen als Vertragspartei die Durchführung eines Angebotes verlangen.[7] In diesem Sinne ist auch in der Schweiz die Anbieterin nach dem Abschluss einer Transaktionsvereinbarung bezüglich der Durchführung eines öffentlichen Angebotes vertraglich gegenüber der Zielgesellschaft gebunden.

Obwohl der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung den Käufer grundsätzlich zur Durchführung eines öffentlichen Angebotes verpflichtet, gibt es Möglichkeiten und Rechtsbehelfe, um diese Bindung aufzuheben. Zunächst können Zielgesellschaft und Anbieterin die Transaktionsvereinbarung im gemeinsamen Einverständnis aufheben.[8] Solange nicht durch eine öffentliche Voranmeldung des Angebotes bzw. die Publikation des Angebotsprospektes[9] eine Aussenwirkung bzw. eine Verpflichtung der Anbieter gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft eingetreten ist, führt die Aufhebung der Vereinbarung zum Wegfall der Verpflichtung der Anbieterin. Dies gilt auch dann, wenn der Abschluss der Transaktionsvereinbarung in einer ad hoc Mitteilung öffentlich bekannt gemacht wurde, solange diese nicht als Voranmeldung qualifiziert werden muss.

Die Anbieterin kann die Transaktionsvereinbarung aber auch aus den in der Transaktionsvereinbarung selbst geregelten Gründen aufheben.[10] Sie kann sich daher insbesondere auf die in dieser Vereinbarung enthaltenen Rücktrittsklauseln und Bedingungen berufen. Eine Transaktionsvereinbarung kann derartige Klausel in einem viel weiteren Rahmen enthalten als dies bei einem öffentlichen Angebot möglich wäre, bei dem gemäss Art. 13 UEV Bedingungen nur in einem eingeschränkten Rahmen möglich sind und Rücktrittsklauseln gar nicht vorgesehen werden können.[11] So kann eine Transaktionsvereinbarung insbesondere vorsehen, dass die Anbieterin den Vertrag innert bestimmter Frist auflösen kann, wenn sie von den Ergebnissen einer Confirmatory Due Diligence nicht befriedigt ist oder dass sie auch zurücktreten kann, wenn sie die Finanzierung nicht arrangieren kann.[12] Zum Teil enthalten derartige Transaktionsvereinbarungen aber auch Zusicherungen der Zielgesellschaft, deren Verletzung es der Anbieterin erlaubt, vom Vertrag zurückzutreten.[13] Überdies kann sich die Anbieterin nach dem Abschluss einer Transaktionsvereinbarung auch auf die allgemeinen vertraglichen Rechtsbehelfe berufen, wie insbesondere eine Täuschung durch die Zielgesellschaft oder einen Grundlagenirrtum, um die Transaktionsvereinbarung aufzulösen.[14] Wenn in der Schweiz Probleme zwischen dem Abschluss der Transaktionsvereinbarung und der Publikation der Voranmeldung auftreten, welche dem Fall Hewlett-Packard/Autonomy ähnlich sind, so könnte sich die Anbieterin daher in dieser Weise von ihrer Verpflichtung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes lösen, wenn die Voraussetzung für eine Täuschung bzw. einen Grundlagenirrtum tatsächlich erfüllt sind.

- **Publikation einer Voranmeldung**

  Die Voranmeldung im Sinne von Art. 5 UEV ist kein öffentliches Angebot, das von den einzelnen Aktionären der Zielgesellschaft angenommen werden kann,[15] die Publikation der Voranmeldung verpflichtet die Anbieterin aber gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV, innert sechs Wochen ein öffentliches Angebot im Sinne von Art. 17 ff. UEV zu publizieren, das bezüglich Preis, Umfang, Bedingungen und weiteren Angebotsparametern der Voranmeldung entspricht. Diese Verpflichtung geht die Anbieterin mit der Publikation der Voranmeldung gegenüber allen Aktionären der Zielgesellschaft ein. Kommt die Anbieterin ihrer Verpflichtung zur Publikation eines Angebotes nicht nach, so haben die betreffenden Aktionäre einen klagbaren Anspruch auf Verkauf ihrer Aktien gegenüber der Anbieterin bzw. können nach den Verzugsregeln von Art. 102 ff. OR auf die Abwicklung des Verkaufs verzichten und das positive Interesse einfordern. Der Umstand, dass zwischen der Anbieterin und den einzelnen Aktionären der Zielgesellschaft durch die Publikation des Angebotes kein Vertrag abgeschlossen wurde, ändert nichts daran, dass die Aktionäre derartige Ansprüche gegen die Anbieterin geltend machen können. Die in Art. 7 Abs. 1 UEV vorgesehene unbeding-

---

7 Jentsch (FN 5), 144.

8 Was bei jedem anderen Vertrag möglich ist, gilt auch für Transaktionsvereinbarungen.

9 Dazu unten Ziff. III.1.

10 Jakob Höhn/Christoph G. Lang/Severin Roelli, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, 157; Nina Epper, Die freundliche öffentliche Übernahme, Diss. Bern 2008, 149 (= ASR 748).

11 Mirjam Meyer, Rechtsrisiken und Rechtsrisikomanagement bei M&A-Transaktionen, Diss. Zürich 2013, 271 (= ZStP 256); Schenker (FN 6), 694.

12 Beides wäre bei einem öffentlichen Angebot bzw. einer Voranmeldung nicht möglich.

13 Vgl. das Angebot der Synthes-Stratec Inc. An die Stratec Holding AG vom 31. März 1999, das auf die in einem Zusammenschlussvertrag abgegebenen Zusicherungen verweist; Mirjam Meyer (FN 11), 220.

14 Vgl. Urs Schenker, Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, 136.

15 Dieter Gericke/Karin Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Art. 5 N 9; Höhn/Lang/Roelli (FN 10), 191.

te Verpflichtung, allen Aktionären der Zielgesellschaft ein öffentliches Angebot zu machen, ersetzt die vertragliche Vereinbarung und stellt die Basis für den direkten Anspruch der Aktionäre dar.[16]

Für die Anbieterin stellt sich in dieser Situation natürlich die Frage, ob sie, trotz der Verpflichtung aus Art. 7 Abs. 1 UEV ein Angebot zu unterbreiten, von ihrem Angebot Abstand nehmen kann, wenn sich Probleme bei der Zielgesellschaft zeigen. Die Anbieterin kann ein Angebot, das sie nach der Publikation der Voranmeldung machen muss, nur dann zurückziehen, wenn sie aufgrund der in der Voranmeldung aufgeführten Bedingungen das Angebot nicht vollziehen muss.[17] Ist bereits vor der Publikation des Angebotsprospektes klar, dass eine dieser Bedingungen nicht erfüllt werden kann, so ist die Anbieterin nicht verpflichtet, ein Angebot zu machen. In diesem Sinne könnte sich eine Anbieterin beispielsweise auf eine in der Voranmeldung aufgeführte Material Adverse Change-Klausel[18] berufen, sofern es nach Publikation der Voranmeldung tatsächlich zu einem negativen Ereignis kommt, das von dieser Klausel erfasst wird und zu einer Wertminderung führt, welche der Anbieterin einen Rücktritt von ihrem Angebot ermöglichen würde.[19] Selbstverständlich ist ein derartiger Verzicht auf ein öffentliches Angebot unter Berufung auf eine in der Voranmeldung erwähnte Bedingung aber nur möglich, wenn diese Bedingung, d.h. im konkreten Fall die Material Adverse Change-Klausel, tatsächlich den Vorschriften der UEV und der Praxis der Übernahmekommission entspricht, d.h. objektiv formuliert ist, und die eingetretene Werteinbusse tatsächlich die Grenzwerte überschreitet, die von der Übernahmekommission bei der Formulierung derartiger Klauseln akzeptiert werden.[20]

Für die Anbieterin stellt sich natürlich die Frage, ob sie bei allfälligen Mängeln, die sie nach der Publikation der Voranmeldung feststellt, auch noch weitere vertragliche Rechtsbehelfe geltend machen kann, um der Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes zu entgehen, wenn das betreffende Problem nicht von einer in der Voranmeldung vorgesehenen Material Adverse Change-Klausel erfasst wird. Die Anbieterin kann sich in einem derartigen Fall nicht auf die kaufrechtliche Gewährleistung im Sinne von Art. 197 ff. OR berufen, da sich diese nach bundesgerichtlicher Praxis bei einem Share Deal nicht auf Mängel des gekauften Unternehmens bezieht, sondern nur auf die Urkunden, welche Gegenstand des Kaufvertrages bilden.[21] Spezielle Zusicherungen zum Zustand des Unternehmens wie sie bei privat vereinbarten Unternehmenskäufen üblich sind, sind bei öffentlichen Übernahmen von vorneherein nicht möglich, weil Art. 17 ff. UEV den Inhalt des Angebotes abschliessend regelt und derartige Zusicherungen nicht zulässt. Deshalb kann sich die Anbieterin auch nicht durch derartige Zusicherung in der Voranmeldung absichern. Da Zusicherungen bei einem öffentlichen Angebot ausgeschlossen sind, kann sich die Anbieterin auch nicht gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft auf Zusicherungen berufen, die sich in der Transaktionsvereinbarung befanden.[22]

In einer Situation, in der sich bei der Zielgesellschaft nach der Publikation der Voranmeldung Mängel und Probleme zeigen, stellt sich auch die Frage, ob die Anbieterin einen Grundlagenirrtum geltend machen kann. Die gesetzliche Regelung des öffentlichen Angebotes schliesst aber auch die Berufung auf einen derartigen Willensmangel aus.[23] Mit Art. 13 UEV wollte der Verordnungsgeber den Rückzug eines öffentlichen Angebotes auf spezifische, im Angebot ausdrücklich aufgeführte, Bedingungen reduzieren.[24] Diese Einschränkung, gemäss der nur objektiv formulierte Material Adverse Change-Klauseln mit klaren Grenzwerten möglich sind, würde ausgehebelt, wenn die Anbieterin bei Mängeln der Zielgesellschaft, unter Berufung auf Grundlagenirrtum vom Vertrag zurücktreten könnte. Der Ausschluss der Berufung auf Grundlagenirrtum führt aber auch dazu, dass die Anbieterin keinen Willensmangel geltend ma-

---

16 Vgl. Höhn/Lang/Roelli (FN 10), 207 und von der Crone, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich 2000, 163, die allerdings davon ausgehen, dass die Aktionäre primär einen Anspruch auf die Unterbreitung eines Angebots haben.

17 Höhn/Lang/Roelli (FN 10), 202; Tschäni/Diem/Iffland/Gaberthüel (FN 6), 77 f.

18 Vgl. die Definition von «Material Adverse Event» in der Transaktionsvereinbarung zwischen X Rite und Amazys, Schedule 1 (www.sec.gov).

19 Gericke/Wiedmer (FN 15), Art. 13 N. 61 ff.; Schenker (FN 6), 304.

20 Vgl. die Formulierung im Angebot der Sumida für Saia-Burgess (Bedingung F.) erwähnt in der Empfehlung der UEK vom 15. Juli 2005 i.S. Saia-Burgess (Sachverhaltsdarstellung E.) sowie Tschäni/Diem/Iffland/Gaberthüel (FN 6), 251 f.; Claudia Schärer, Bedingungen öffentlicher Übernahmeangebote, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 77.

21 BGE 79 II 155, 158, E. 3; BGE 107 II 419, 422, E. 1.

22 BGE 107 II 419,422, E. 1; Rolf Watter, Unternehmensübernahmen, 149; Urs Schenker, Risikoallokation und Gewährleistung beim Unternehmenskauf, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 251 f. m.w.H.

23 Höhn/Lang/Roelli (FN 10), 133; vgl. Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 83 sowie Georgia Fotiou, Informationsprobleme bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. Zürich, München 2004, 110 ff.

24 Gericke/Wiedmer (FN 15), Art. 13 N 6; Schenker (FN 6), 304.

chen kann, wenn sie bei den Verhandlungen über das Angebot von den Organen der Zielgesellschaft getäuscht worden ist, da diese im Verhältnis zu den Aktionären der Zielgesellschaft, welche Adressaten der Voranmeldung bzw. des Angebotes der Anbieterin sind, nur Dritte darstellen und eine Täuschung durch Dritte nicht zur Anwendung von Art. 28 OR, sondern nur zur Anwendung der Regeln über Grundlagenirrtum führt.[25]

Zusammenfassend zeigt sich, dass es auch in der Schweiz einer Anbieterin nicht möglich ist, sich wegen Mängeln der Zielgesellschaft von ihrem Angebot zurückzuziehen, wenn sie eine Voranmeldung veröffentlicht hat und sich nicht auf eine in der Voranmeldung ausdrücklich genannte Bedingung berufen kann.

- **Nach Publikation des Angebotsprospektes**
  Stellt die Anbieterin nach Publikation des Angebotsprospektes fest, dass die Zielgesellschaft Mängel aufweist, so gelten die oben zur Voranmeldung gemachten Ausführungen analog – ein Rückzug des Angebotes ist nur noch möglich, wenn eine der im Angebotsprospekt aufgeführten Bedingungen nicht erfüllt wird.

Die oben dargestellte Analyse der Rücktrittsmöglichkeiten im schweizerischen Recht zeigt, dass nach Publikation der Voranmeldung ein Rücktritt nur dann zulässig ist, wenn die Probleme, die bei der Zielgesellschaft im Nachhinein sichtbar werden, die Voraussetzungen einer in der Voranmeldung bzw. im Angebotsprospekt vorgesehenen Material Adverse Change-Klausel oder einer anderen Bedingung erfüllen. In allen anderen Fällen bleibt die Anbieterin an ihr Angebot gebunden. Dies gilt natürlich auch, wenn die Reaktion des Marktes bzw. der Aktionäre sehr negativ ist – diese Reaktionen können nicht Massstab für die Bindungswirkung eines Angebotes sein.

## 2. Rechtsbehelfe bei Mängeln der Zielgesellschaft nach Vollzug des Angebotes

Wenn die gekaufte Gesellschaft nach dem Vollzug – wie behaupteterweise bei Autonomy – Mängel aufweist, so stellt sich für die Anbieterin die Frage, ob sie Rechtsbehelfe hat, um ihren Schaden geltend zu machen.

### 2.1 Keine Rechtsbehelfe aus der Transaktionsvereinbarung

Die Transaktionsvereinbarung wird zwischen der Zielgesellschaft und der Anbieterin abgeschlossen.[26] Die Aktionäre der Zielgesellschaft, welche ihre Aktien im Rahmen eines öffentlichen Angebotes verkaufen, sind nicht Parteien der Transaktionsvereinbarung. Die Transaktionsvereinbarung wird auch nicht Teil des öffentlichen Angebotes, da der Inhalt des öffentlichen Angebotes gemäss Art. 17 ff. UEV allein durch den Text des öffentlichen Angebotes und die Vorschriften der Übernahmeverordnung normiert wird. Daher kann die Anbieterin selbst dann nicht aufgrund der Transaktionsvereinbarung gegen die Aktionäre der Zielgesellschaft vorgehen, wenn die Transaktionsvereinbarung Zusicherungen enthält, die verletzt worden sind.

Aufgrund derartiger Zusicherungen kann die Anbieterin aber auch nicht gegen die Zielgesellschaft selbst vorgehen. Die Zielgesellschaft kann sich nicht gültig zu einer Gewährleistung bezüglich Aktien, die ihre eigenen Aktionäre der Anbieterin verkaufen, verpflichten.[27] Eine derartige Gewährleistung der Zielgesellschaft wäre letztlich eine einseitige Ausschüttung an die Anbieterin, da die Zielgesellschaft mit derartigen Zahlungen keinen eigenen Aufwand bzw. keine eigene Haftung decken würde, sondern einen Schaden, den die Anbieterin erlitten hat, weil sie von einem Aktionär Aktien zu einem überhöhten Preis erworben hat.[28] Eine solche Ausschüttung wäre schon deshalb nicht zulässig, weil sie einseitig zu Gunsten der Anbieterin erfolgt und das Gleichbehandlungsprinzip im Sinne von Art. 717 OR verletzt. Überdies würde die Deckung von Schäden, die Aktionäre beim Handel mit Aktien erleiden auch über den Zweck der Zielgesellschaft hinausgehen, da Transaktionen zwischen den Aktionären nicht vom Gesellschaftszweck abgedeckt werden. Ganz unabhängig von dieser rechtlichen Betrachtung würde eine Klage gegen eine Zielgesellschaft, welche die Anbieterin durch ein öffentliches Angebot vollständig übernommen hat, auch aus wirtschaftlicher Sicht keinen Sinn machen: In konsolidierter Sicht stellt eine Schadenersatzzahlung der Tochtergesellschaft an die Muttergesellschaft nur eine Umschichtung von Mitteln im Konzern, aber keine Schadensdeckung dar.

### 2.2 Kein Anspruch aus Kaufvertrag mit den Aktionären der Zielgesellschaft

Mit der Annahme des Angebotes durch die Aktionäre der Zielgesellschaft entstehen zwischen den einzelnen Aktionären der Zielgesellschaft und der Anbieterin Kaufverträge über die angedienten Aktien.[29] Der Inhalt dieser Kaufverträge wird durch den Wortlaut des Angebotsprospektes und durch die Bestimmungen der Übernahmeverordnung bestimmt. Die Übernahmeverordnung regelt den möglichen Inhalt des Angebotsprospektes und damit auch der Kaufverträge, die durch

---

[25] BSK OR I-Schwenzer, Art. 28 N 15 ff.

[26] Jentsch (FN 5), 10 ff.; Tschäni/Diem/Iffland/Gaberthüel (FN 6), 86.

[27] Vgl. Schenker (FN 22), 273 f.

[28] Der Käufer hat die Aktien zu einem Preis, der einem mängelfreien Unternehmen entspricht gekauft, der tatsächliche Wert liegt wegen des später entdeckten Mangels darunter.

[29] Gericke/Wiedmer, (FN15), Art. 16 N 6.

dessen Annahme entstehen, abschliessend. Da die Übernahmeverordnung nicht vorsieht, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft der Anbieterin Zusicherungen abgeben, könnte die Anbieterin selbst dann keine Ansprüche aus Zusicherungen stellen, wenn ein öffentliches Angebot Zusicherungen enthalten würde,[30] da ein derartiger Inhalt unzulässig ist und daher als nicht geschrieben gilt. Wie oben dargestellt,[31] kann die Anbieterin auch aufgrund der gesetzlichen Gewährleistungsbestimmungen von Art. 197 ff. OR keine Ansprüche stellen. Auch ein Grundlagenirrtum wegen eines Mangels ist aus den oben dargestellten Gründen unzulässig.[32]

### 2.3 Ansprüche gegen Organe der Zielgesellschaft

Wenn eine Anbieterin im Rahmen einer öffentlichen Übernahme durch Organe der Zielgesellschaft getäuscht wird, was im vorliegenden Fall von Hewlett-Packard behauptet wird, so kann die Anbieterin Ansprüche aus unerlaubter Handlung nach Art. 41 OR stellen.[33] Allerdings muss die Anbieterin nachweisen, dass tatsächlich eine bewusste Täuschung vorlag, d.h. dass ein Organ der Zielgesellschaft bewusst Fehler in Jahres- bzw. Halbjahresabschlüssen verursachte oder andere unrichtige Information übergab oder dass sie wussten, dass die im Jahresbericht dargestellten Zahlen falsch waren, als sie mit der Anbieterin verhandelten. Eine bloss fahrlässige Verursachung falscher Verbuchungen bzw. unwissentliche Verwendung von Zahlen, die von anderen Mitarbeitern des Unternehmens falsch dargestellt worden sind, führt nicht zur Schadenersatzpflicht, da nur die bewusste, nicht aber die fahrlässige Täuschung, als Verstoss gegen Art. 2 ZGB und damit als rechtswidrige Handlung im Sinne von Art. 41 OR gilt[34]. Daher kann eine Anbieterin in der Schweiz in einer zum Fall Hewlett-Packard/Autonomy analogen Situation nur dann Ansprüche stellen, wenn sie nachweisen kann, dass die betreffenden Organe bewusst auf einen falschen Zahlenausweis hingewirkt haben oder mindestens bewusst falsche Zahlen in den Verhandlungen verwendet haben. Überdies muss die Anbieterin nachweisen, dass die Täuschung für ihren Entschluss, das Angebot zu unterbreiten oder mindestens für die Festlegung des Angebotspreises kausal war. Ein derartiger Nachweis ist häufig schwierig, da der Kaufentscheid meistens durch strategische Überlegungen ausgelöst wird und der Preis weniger durch die tatsächlich ausgewiesenen Gewinne beeinflusst, sondern vielmehr durch die Börsenkurse und das Vorgehen von Konkurrenzanbietern und die Hoffnungen auf Synergien bestimmt wird. Gerade im Fall Hewlett-Packard/Autonomy machte L. Apotheker verschiedene öffentliche Aussagen, die zeigten, dass diese Motive im Vordergrund standen.

Problematisch beim Vorgehen gegen Organe der Zielgesellschaft ist, dass diese meistens nicht oder nur im Rahmen relativ geringer persönlicherer Beteiligungen vom hohen Übernahmepreis, d.h. vom Effekt der Täuschung profitiert haben und daher nicht über die Mittel verfügen, um den tatsächlich entstandenen Schaden abzudecken.[35] In dieser Hinsicht hat Hewlett-Packard mit der Klage gegen M. Lynch bessere Erfolgsaussichten, da er aufgrund seiner Position als Gründer der Autonomy über ein relativ grosses Vermögen zu verfügen scheint, sodass er wenigstens einen gewissen Teil des Schadens abdecken könnte, wenn es eine Haftung tatsächlich geben würde.

### 2.4 Fazit – Buyer Beware

Der Umstand, dass die Anbieterin bei Mängeln der Zielgesellschaft, die sich nach dem Vollzug des Angebotes zeigen, keine Möglichkeiten hat, auf die Aktionäre der Verkäuferin zuzugreifen, führt dazu, dass der Due Diligence vor der Veröffentlichung des Angebotes eine sehr grosse Bedeutung zukommt. Letztlich kann daher eine Anbieterin nur dann Risiken vermeiden, wenn sie durch eine entsprechend tiefgreifende Due Diligence sicherstellt, dass die Zielgesellschaft keine versteckten Mängel aufweist, die deren Wert erheblich vermindern könnten.[36]

Gerade bei öffentlichen Übernahmen ist die Due Diligence aber meistens nur in einem eingeschränkten Umfang möglich. Die Zielgesellschaft, deren Organe oft nur mit geringem Enthusiasmus und einer relativ starken Abwehrhaltung zur Transaktion stehen, verweigert regelmässig eine Due Diligence bzw. verweist primär auf die öffentlich verfügbaren Jahres-, Halbjahres- und Quartalsberichte sowie auf Ad-hoc-Meldungen und gibt darüber hinaus meist nur beschränkt Auskunft. Selbst wenn die Organe einer kotierten Gesellschaft einem Angebot positiv gegenüberstehen und sogar selbst einen Auktionsprozess eingeleitet haben, beschränken sie den Umfang der Due Diligence normalerweise auf

---

30 Faktisch ist dies ausgeschlossen, da die Übernahmekommission bei einem derartigen unzulässigen Inhalt mit einer Verfügung einschreiten und die Streichung der betreffenden Bestimmungen verlangen würde.

31 Ziff. III.1.

32 Ziff. III.1.

33 Urs Schenker, Unternehmenskauf – Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016, 103.

34 Philippe Spitz/Oetiker Christian, Verjährung und Rechtsbehelfe bei Unternehmenskaufverträgen, SJZ (101) 2005, 465 ff., 472; Peter Gauch/Walter Schluep/Jörg Schmid/Susan Emmenger, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, Band II, 10. Aufl., Zürich 2014, N 871.

35 Harald Bärtschi, Rahmenbedingungen für die Verantwortlichkeitsklage eines Kleinaktionärs, in: R. Sethe/R. Isler (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VII, Zürich 2014, 43.

36 Schenker (FN 6), 686; Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Matthias Wolf, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., Zürich 2013, 27.

relativ wenig Information und begründen dies normalerweise mit dem Hinweis darauf, dass unerwünschten Konkurrenzanbietern gemäss Art. 49 UEV die gleichen Informationen offengelegt werden müssen, sobald sie ein entsprechendes Angebot machen.[37]

Damit fehlt in der Praxis der Anbieterin bei öffentlichen Übernahmen häufig ein adäquater Schutz vor Mängeln der erworbenen Zielgesellschaft, die nicht aus den öffentlich zugänglichen Publikationen ersichtlich sind – es können weder Zusicherungen seitens der Zielgesellschaft vorgesehen werden, noch gibt es in den meisten Fällen eine tiefgreifende Due Diligence. Im Endeffekt müssen sich Anbieter daher zu einem sehr grossen Teil auf die öffentlich zugänglichen Informationen über kotierte Gesellschaften verlassen und auf diesen ihre Analyse des Unternehmens aufbauen. Aufgrund dieser Umstände gehen die Anbieter bei öffentlichen Übernahmen oft ein erhebliches Risiko ein. Genau dies ist letztlich im besprochenen Fall Hewlett-Packard passiert; die Probleme die sich später zeigten, waren aus den öffentlich zugänglichen Informationen über Autonomy nicht ersichtlich – eine Due Diligence, die zur Entdeckung dieser Mängel geführt hätte, konnte offensichtlich nicht durchgeführt werden.

Einer Anbieterin in der Schweiz wäre es in einem gleichgelagerten Fall nicht anders ergangen als Hewlett-Packard – die Rechtsbehelfe zur Kompensation von Mängeln sind äusserst bescheiden und richten sich nicht gegen die Aktionäre, die von einem Verkauf profitieren. Bestenfalls kann ein Organ wegen Täuschung haftbar gemacht werden – wie oben dargestellt ist der Nachweis einer vorsätzlichen Täuschung durch die Organe der Zielgesellschaft und der Kausalität zwischen täuschender Handlung und dem eingetretenen Schaden aber schwierig.

### 3. Ansprüche gegen den Verwaltungsrat der Anbieterin

Im Fall Hewlett-Packard/Autonomy klagten Aktionäre von Hewlett-Packard gegen die Gesellschaft selbst auf Schadenersatz, weil die Organe der Gesellschaft bei der Akquisition von Autonomy nicht sorgfältig vorgegangen seien und Probleme, die bei Autonomy auftraten, zu spät den Aktionären mitgeteilt hätten. Auch in der Schweiz ist es grundsätzlich möglich, gegen den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung vorzugehen, wenn diese bei einer Akquisition ihre Sorgfaltspflicht verletzen und so der Gesellschaft ein Schaden entsteht. Anders als in den USA, können die Aktionäre die Gesellschaft selbst aber nicht auf eine Zahlung einklagen, sondern können mit einer Verantwortlichkeitsklage im Sinne von Art. 754 OR nur eine Leistung der betreffenden Organe an die Gesellschaft selbst verlangen. Diese Lösung ist letztlich sachgerecht, da die Gesellschaft durch das pflichtwidrige Verhalten ihrer Organe geschädigt wurde und mit der Schadenersatzzahlung dieser Schaden ausgeglichen werden soll.[38] Das amerikanische System, das zu einer Zahlung der Gesellschaft an die Aktionäre führt, ist problematisch, da die Gesellschaft, welche durch das pflichtwidrige Verhalten ihrer Organe geschädigt wurde, durch die Zahlung an die Aktionäre ein zweites Mal entreichert wird.

Nachteil des schweizerischen Systems ist allerdings, dass Klagen für die Aktionäre äusserst unattraktiv sind, da die Aktionäre von einer erfolgreichen Klage nur indirekt und im Rahmen ihrer Beteiligung am Unternehmen profitieren, das Prozessrisiko aber für den gesamten eingeklagten Betrag tragen müssen.[39] In der Praxis kommt es daher kaum je zu Klagen von Aktionären bei einer aufrechtstehenden Gesellschaft. Erfahrungsgemäss kommt es immer nur im Konkursfall zu Klagen, die dann von den Gläubigern, seltener von der Konkursmasse selbst, eingereicht werden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Gläubiger aufgrund des Abtretungsmechanismus nach Art. 260 SchKG direkt vom Prozesserfolg profitieren, da sie so ihre eigene Forderung decken können.

Wenn ein Aktionär bzw. im Konkursfall ein Gläubiger gemäss Art. 754 OR ein Mitglied des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung wegen einer missglückten Akquisition einklagt, genügt es allerdings nicht darzulegen, dass die Akquisition ein geschäftlicher Misserfolg war und dass der Verzicht auf die Transaktion für das Unternehmen besser gewesen wäre. Der Kläger muss vielmehr nachweisen, dass die betroffenen Personen beim Entscheid bzw. dessen Vorbereitung ihre Sorgfaltspflicht verletzt haben.[40] Da das Bundesgericht im Rahmen der Business Judgement Rule[41] den Ermessensspielraum des Verwaltungsrates schützt, ist eine Klage nur erfolgreich, wenn der Kläger nachweisen kann, dass die betreffenden Organe ohne genügende Abklärung des Sachverhaltes über die Transaktion entschieden haben oder dass sie selbst nach Studium dieser Information eine gänzlich unvertretbare Entscheidung getroffen haben. Können Verwaltungsrat und Geschäftsleitung dagegen nachweisen,

---

37 Höhn/Lang/Roelli (FN 10), 137; Schenker (FN 6), 692.

38 BSK OR II-Gericke/Waller, Art. 754 N 15 m.w.H.

39 Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 11. Aufl., Bern 2012, 573; Bärtschi (FN 35), 43.

40 Hans Caspar von der Crone, Haftung und Haftungsbeschränkung in der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit, SZW 1/2006, 2 ff., 8; Hans-Ueli Vogt/Michael Bänziger, Das Bundesgericht anerkennt die Business Judgment Rule als Grundsatz des Aktienrechts, GesKR 4/2012, 607 ff., 626 f.

41 Zur Business Judgement Rule vgl. Urteil des Bundesgerichts 4A_74/2012 vom 18. Juni 2012; Rolf Sethe, Geschäftsentscheide, Expertenrat und Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats, in: R. Sethe/R. Isler (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VII, Zürich 2014, 166 f.; Peter V. Kunz, Business Judgment Rule – Fluch oder Segen?, SZW 3/2014, 274 ff.

dass sie aufgrund vollständiger Informationslage und unbeeinflusst von Interessenkonflikten einen Entscheid getroffen haben, der aus dem Blickwinkel der konkreten Entscheidungssituation als vertretbar erscheint, so ist eine Haftung ausgeschlossen. Dies gilt auch, wenn klar ist, dass die betreffende Entscheidung zu einem Schaden geführt hat bzw. dass bessere Entscheidungen möglich gewesen wären oder sogar nahegelegen hatten.

Das Handelsgericht Zürich hat im Fall der Verantwortlichkeitsklage gegen die SAir Group AG aufgrund der *Hunter-Strategie*[42] aufgezeigt, dass auch eine Akquisition mit finanziell desaströsen Folgen nicht zu einer Haftung führt, wenn die handelnden Personen, die nach den Umständen möglichen und sinnvollen Abklärungen gemacht haben, Argumente, die für bzw. gegen die Transaktion sprechen, abgewogen und auf dieser Basis einen Entscheid gefällt haben. Allerdings hat das Handelsgericht in seinem Entscheid den Umstand, dass dem eingeklagten Verwaltungsrat ein Due Diligence-Bericht vorlag, betont. Damit stellt sich natürlich die Frage, ob ein Verwaltungsrat, der ein öffentliches Angebot ohne Durchführung einer Due Diligence macht überhaupt aufgrund einer vollständigen Informationslage entschieden hat und sich somit tatsächlich auf die Business Judgement Rule berufen kann. Meines Erachtens führt der Verzicht auf eine Due Diligence oder die Durchführung einer relativ eingeschränkten Due Diligence bei der Übernahme kotierter Gesellschaften nicht automatisch zu einem Problem mit den Grundlagen der Business Judgement Rule, da kotierte Unternehmen bereits aufgrund der periodischen Berichterstattung und der Ad-hoc-Meldepflicht mindestens in der Theorie alle für die Bewertung des Unternehmens wesentlichen Informationen offenlegen und Verwaltungsrat sowie Geschäftsleitung grundsätzlich davon ausgehen dürfen, dass die Organe der Zielgesellschaft ihre Pflichten aus Kotierungsreglement und Rechnungslegungsvorschriften erfüllen und die offengelegten Zahlen dementsprechend den Tatsachen entsprechen. Eine vertiefte Due Diligence bzw. ein Verzicht auf eine Transaktion liegt nur dann nahe, wenn Verdacht besteht, dass die Organe der Zielgesellschaft ihren Pflichten nicht nachgekommen sind und die öffentlich verfügbaren Zahlen und Informationen somit möglicherweise nicht richtig sind. Es dürfte daher mit anderen Worten nicht unbedingt vorbildlich sein, auf eine Due Dilligence zu verzichten – ein Verzicht stellt in Anbetracht der öffentlich verfügbaren Information noch keine Pflichtverletzung dar, sofern nicht besondere Umstände eine vertiefte Due Dilligence nahelegen. [43] Damit dürften auch bei öffentlichen Übernahmen die Klagen der Aktionäre und Gläubiger chancenlos sein, wenn sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung die öffentlich verfügbaren Zahlen analysiert und daraufhin einen vertretbaren Entscheid gefällt haben.

---

42 Urteil des Handelsgerichts Zürich HG120149-O vom 26. Januar 2015.

43 Die Annahme, dass eine vertiefte Due Dilligence unabdingbarer Teil der Sorgfaltspflicht ist, wäre m.E. schon deshalb verfehlt, weil sie öffentliche Übernahmen letztlich verhindern würde, bzw. das Belieben des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft stellen würden – wenn dieser keine Due Dilligence zulässt, gibt es keine öffentliche Übernahme, da das Risiko für die Organe der Anbieterin zu hoch ist.