



Dominik Lusti*

Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates nach Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebotes

Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundlagen

Inhaltsübersicht

- I. Einführung
 1. Art. 132 Abs. 2 FinfraG als Schutz der Aktionäre
 2. Problematik
- II. Kapitalmarktrechtliche Grundlagen
 1. Rechtsnatur des Verbots von Abwehrmassnahmen
 2. Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG
 - 2.1. Persönlicher Anwendungsbereich
 - a. Zielgesellschaft
 - b. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung
 - 2.2. Zeitlicher Anwendungsbereich
 - a. Beginn der Kompetenzverschiebung
 - b. Ende der Kompetenzverschiebung
 - 2.3. Sachlicher Anwendungsbereich
 - a. Abwehrmassnahmen
 - b. Exekutives Verhalten
 - c. Wirkung
 - d. Wesentlichkeit
 3. Verbot gesellschaftsrechtswidriger Abwehrmassnahmen
- III. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen
 1. Rechte und Pflichten des Verwaltungsrats
 - 1.1. Gesellschaftsinteresse
 - 1.2. Kompetenzen und Vertretungsbefugnis
 - a. Grundsatzentscheid über Selbständigkeit der Gesellschaft
 - b. Zweckgrenze
 - c. Vertretungsbefugnis und Abwehrmassnahmen
 2. Aktienrechtliche Verantwortlichkeit
- IV. Vollzug von vorbestehenden Verwaltungsratsbeschlüssen
 1. Praxis der Übernahmekommission
 - 1.1. Der Fall Alpiq Holding AG
 - 1.2. Der Fall Sarna Kunststoff Holding AG
 2. Würdigung von Literatur und Praxis
 - 2.1. Gesellschaftsinteresse im Besonderen
 - 2.2. Haftung aus culpa in contrahendo im Besonderen

I. Einführung

Im Jahr 1977 entbrannte in den USA ein erbitterter Übernahmekampf: Die traditionsreiche Kaufhauskette Marshall Field & Company (Zielgesellschaft) geriet ins Visier des aggressiven Konkurrenten Carter Hawley Hale Stores (Anbieter), der die Zielgesellschaft gegen den ausdrücklichen Willen ihres Managements übernehmen wollte. Getrieben vom Wunsch, die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu behalten, griff das Management zu einem riskanten Mittel: Es erwarb gezielt Standorte, die für den Anbieter aus wettbewerbsrechtlicher oder wirtschaftlicher Sicht unattraktiv waren – insbesondere solche in unmittelbarer Nähe zu bestehenden Standorten des Anbieters – und nahm dabei eine Schädigung der eigenen Gesellschaft in Kauf. Mit diesem Vorgehen entzog das Management den Publikumsaktionären faktisch die Möglichkeit, selbst über das Übernahmeangebot zu entscheiden, indem es die erwarteten Synergieeffekte eines Zusammenschlusses schmälerte und den Anbieter damit zum Rücktritt von seinem Vorhaben zwang.¹

Dieser historische Fall aus der US-amerikanischen Transaktionspraxis verdeutlicht exemplarisch ein klassisches Problem der Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle bei Publikumsgesellschaften. Wenn das Management im Übernahmekampf eigene Interessen über diejenigen der Gesellschaft stellt, kann dies nicht nur ökonomisch sinnvolle Zusammenschlüsse verhindern, sondern es schädigt auch die Publikumsaktionäre, welchen eine potenzielle Übernahmepremie entgeht.

Nach einer erfolgreichen Übernahme werden der Verwaltungsrat sowie die oberste Geschäftsleitung typischerweise ganz oder teilweise ausgewechselt.² Für das

* DOMINIK LUSTI, MLaw, Trainee Lawyer im Corporate/M&A Team von Walder Wyss. Das Manuskript dieses Aufsatzes wurde vom Autor als Masterarbeit im Rahmen seines Studiums an der Universität Zürich eingereicht. Der Autor bedankt sich bei Prof. Dr. Rolf Watter, LL.M. für die Betreuung und Bewertung dieser Arbeit. Im vorliegenden Aufsatz behandelt der Autor die gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Grundlagen der Problematik, während er voraussichtlich in einer folgenden Ausgabe dieser Zeitschrift näher auf praktische Anwendungsfälle und Grenzfragen eingehen wird.

¹ Zum Ganzen Panter v. Marshall Field & Co., verfügbar auf <<https://www.courtlistener.com/opinion/389315/ruth-panter-v-marshall-field-co-richard-weiss-v-marshall-field-co/>> (zuletzt besucht am 08.08.2025). Siehe auch ROLF WATTER, Unternehmensübernahmen. Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Habil. Zürich 1990, N 794 FN 1127.

² ROLAND MÜLLER/LORENZ LIPP/ADRIAN PLÜSS, Der Verwaltungsrat – Band I. Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 5. Aufl., Zürich 2021, N 7.261; HANS CASPAR VON DER CRONE, Aktienrecht,

ehemalige Management kann es danach schwierig werden, erneut eine Stellung von ähnlicher Bedeutung zu finden. Aber auch wenn die Leitungsorgane nicht ausgetauscht werden, führt die Eingliederung in eine Konzernstruktur zu einem erheblichen Bedeutungs- und Autonomieverlust. Der Verwaltungsrat steht einem Übernahmeangebot daher in vielen Fällen kritisch gegenüber, selbst wenn dieses im Interesse der Aktionäre und der Gesellschaft liegt.³ Aus vertragsrechtlicher Sicht sind die Zielgesellschaft und deren Verwaltungsrat zwar nicht an einem öffentlichen Kaufangebot beteiligt, da sich dieses direkt an die Aktionäre richtet. Zumindest wenn sich die Aktien im Streubesitz befinden, hat der Verwaltungsrat aber trotzdem einen erheblichen Einfluss darauf, ob ein Übernahmeveruch erfolgreich ist.⁴

1. Art. 132 Abs. 2 FinfraG als Schutz der Aktionäre

Um einen feindlichen Übernahmeveruch abzuwehren, stehen der Zielgesellschaft diverse Massnahmen zur Verfügung. Die Handlungsfreiheit des Verwaltungsrats wird dabei allerdings durch das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht erheblich eingeschränkt, namentlich durch Art. 132 Abs. 2 Satz 1 FinfraG. Diese Norm untersagt dem Verwaltungsrat, vom Zeitpunkt der Veröffentlichung eines öffentlichen Übernahmeangebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses, Rechtsgeschäfte zu beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde.

Wie oben dargelegt, kann ein Übernahmeveruch zu erheblichen Konflikten zwischen den Interessen des Managements, der Aktionäre und der Gesellschaft führen. Gemäss Botschaft zum BEHG ging der Gesetzgeber daher davon aus, «dass zur Vermeidung solcher Interessenkonflikte die Abwehrmassnahmen in der Regel durch die Generalversammlung beschlossen werden müssen».⁵

Dieser Auffassung folgend sieht die Übernahmekommission die Ratio von Art. 132 Abs. 2 FinfraG darin, zu verhindern, dass der Verwaltungsrat die Übernahme durch Abwehrmassnahmen eigenmächtig erschwert oder verhindert und «dadurch den Aktionären verunmöglicht, selbst in vollem Umfang über das Zustandekommen oder das Scheitern des Angebots zu entscheiden».⁶ Adressaten des Angebots sind nämlich einzig die Aktionäre. Die Literatur bestätigt die Auffassung der Übernahmekommission,⁷ wobei ein Teil der Lehre über den Individualschutz der Anleger hinaus zu Recht auch den funktionenschützenden Aspekt dieser Regelung betont. Die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre sichert nämlich gleichzeitig auch die Allokationseffizienz des Kapitalmarkts sowie das Vertrauen der Anleger in diesen.⁸

SCHENKER vertritt die Auffassung, dass die Bestimmung zusätzlich auch den Schutz des Anbieters bezwecke. Der Anbieter ist bis zum Ende der Angebotsfrist an sein Angebot gebunden. In wirtschaftlicher Hinsicht sei das Verbot, den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise zu verändern, das Gegenstück zu dieser Verpflichtung des Anbieters. Letzterer soll darauf vertrauen können, dass er bei Annahme des Angebots tatsächlich erhält, wofür er geboten hat.⁹ GERICKE/WIEDMER teilen die Auffassung, dass die Bestimmung auch den Anbieter schütze, negieren allerdings, dass dies Teil der ratio legis der Norm sei, da der Gesetzgeber diesen Schutz nicht direkt beabsichtigt habe.¹⁰

Aus historischer Sicht mag der Gesetzgeber den Schutz des Anbieters zwar nicht beabsichtigt haben, die Regelung ist allerdings im Kontext des Zwecks des FinfraG zu betrachten.¹¹ Einerseits bezweckt dieses den Schutz der Finanzmarktteilnehmer, zu denen auch der Anbieter gehört. Andererseits umfasst der Zweck des FinfraG auch die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Da das Vertrauen der Teilnehmer am Kapitalmarkt auf ein faires Marktverhalten eine wesentliche Voraussetzung für deren Teilnahme und damit für die

2. Aufl., Bern 2020, N 2360; PATRICIA CAROLINE REICHMUTH, Die Pflichten des Verwaltungsrats einer Zielgesellschaft, Eine Analyse der Rolle des Verwaltungsrats im Übernahmekontext unter Berücksichtigung seiner Pflichten im Vorangebotsstadium, Diss. Zürich 2020, 112 f.; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 45; ROLF WATTER/KARIM MAJZAR, Konkurrierende Übernahmeangebote, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, 1 ff., 18; JRENA FRAUENFELDER, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 9 BEHG, Diss. Zürich 2001, 41 ff.; CAROLE LEA GEHRER, Abwehrmassnahmen bei unfreundlichen Übernahmeveruchen. Können Bedingungen den Handlungsspielraum des Verwaltungsrats einschränken? Unter besonderer Berücksichtigung der Praxis der Übernahmekommission, ST 2002, 479 ff., 479; WATTER (FN 1), N 164.

³ Siehe auch SCHENKER (FN 2), 45 FN 193, wonach ein schlechtes Management einem Übernahmeangebot typischerweise besonders kritisch gegenübersteht, da es für dieses schwieriger ist, erneut eine vergleichbare Stellung zu finden.

⁴ REICHMUTH (FN 2), 107 ff.; URS SCHENKER, Der Bieterwettbewerb um Starwood, GesKR 2016, 485 ff., 487; SCHENKER (FN 2), 44 ff.

⁵ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369, Ziff. 25.6.

⁶ UEK-Empfehlung 0343/03 i.S. *Implemia AG* vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.1.1; UEK-Empfehlung 0294/14 i.S. *SIG Holding AG* vom 5. März 2007, E. 1.2.1; UEK-Empfehlung 0293/01 i.S. *Saurer AG* vom 13. Oktober 2006, E. 1.1.1; UEK-Empfehlung 0113/01 i.S. *ENR Eastern Natural Resources SA* vom 28. September 2001, E. 1.

⁷ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 10; FRANK GERHARD/LUCAS FORRER, Die Zielgesellschaft – ein erstarrtes Kaninchen vor der Schlange?, GesKR 2020, 3 ff., 3; VON DER CRONE (FN 2), N 2374; BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 132 N 15; BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125–141 N 5; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 3; SCHENKER (FN 2), 602; ROLF WATTER/DIETER DUBS, Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, AJP 1998, 1308 ff., 1317.

⁸ Vgl. Art. 1 Abs. 2 FinfraG; BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125–141 N 5, SCHENKER (FN 2), 602; FRAUENFELDER (FN 2), 36.

⁹ Zum Ganzen SCHENKER (FN 2), 609.

¹⁰ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 11.

¹¹ Vgl. Art. 1 Abs. 2 FinfraG.

Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als Ganzes ist,¹² ist das Vertrauen des Anbieters auch aus dieser Perspektive zu schützen. M.E. sind daher bei der Anwendung und Auslegung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG die Interessen des Anbieters in angemessener Weise zu berücksichtigen.

Entgegen der Auffassung von VON DER CRONE steht diesem Verständnis nicht entgegen, dass die Generalversammlung weiterhin befugt ist, den Aktiv- und Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise zu verändern.¹³ Das Verbot von Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats schränkt die Handlungsfähigkeit der Zielgesellschaft nämlich bereits erheblich ein. Dass die Generalversammlung weiterhin wesentliche Veränderungen des Aktiv- und Passivbestandes beschliessen kann, bringt daher lediglich zum Ausdruck, dass der Gesetzgeber das Interesse am teilweisen Erhalt der Handlungsfähigkeit der Zielgesellschaft höher wertet als den absoluten Schutz des Anbieters gegen Veränderungen während der Angebotsdauer. Gegen wesentliche Veränderungen durch die Generalversammlung kann sich der Anbieter somit nur durch entsprechende Angebotsbedingungen schützen.¹⁴

2. Problematik

Zwar schützt die allgemeine Einschränkung der Handlungsfreiheit nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG die Aktionäre und den Anbieter vor einer übermässigen Einflussnahme des Verwaltungsrats auf das Übernahmeverfahren. Diese Einschränkung birgt jedoch zugleich die Gefahr, dass der Gesellschaft die Ausübung ihres ordentlichen Tagesgeschäfts erschwert wird und wirtschaftlich sinnvolle Geschäftschancen ungenutzt bleiben. Gegenstand dieses Aufsatzes ist daher die vertiefte Analyse der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Grenzen des Handlungsspielraums des Verwaltungsrats in der Übernahmesituation, wobei sich der Autor auf die Thematisierung von Abwehrmassnahmen begrenzt, die im Zusammenhang mit Art. 132 Abs. 2 FinfraG stehen.

Ein besonderes Augenmerk gilt dem kritischen Zeitraum kurz vor der Veröffentlichung eines Angebots in Situationen, in denen das Management der Zielgesellschaft bereits über den bevorstehenden Übernahmeversuch informiert ist. In diesem Zusammenhang bestehen etli-

che Rechtsfragen, die bislang nicht abschliessend geklärt werden konnten, wodurch ein rechtlicher Graubereich entstanden ist. Darüber hinaus befasst sich der Autor eingehend mit der Problematik der bedingten Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug. Diese weisen ein besonders grosses Missbrauchspotenzial auf, da der Verwaltungsrat versucht sein könnte, Abwehrmassnahmen «auf Vorrat» zu treffen und dadurch die übernahmerechtliche Einschränkung seiner Kompetenzen faktisch zu unterlaufen.

II. Kapitalmarktrechtliche Grundlagen

1. Rechtsnatur des Verbots von Abwehrmassnahmen

Nach der allgemeinen aktienrechtlichen Kompetenzordnung liegt der Entscheid über das Ergreifen von Abwehrmassnahmen grundsätzlich beim Verwaltungsrat, der das oberste Leitungs- und Führungsorgan der Gesellschaft darstellt.¹⁵ In der Literatur herrscht die Auffassung vor, dass Art. 132 Abs. 2 FinfraG zu einer Kompetenzverschiebung zwischen Verwaltungsrat und Generalversammlung führt. Die Norm greife derogierend in die allgemeine aktienrechtliche Kompetenzordnung ein, indem sie dem Verwaltungsrat die Kompetenz zum Beschluss von Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG entzieht und diese der Generalversammlung zuweist (Kompetenzverschiebungstheorie).¹⁶ Die Übernahmekommission hat sich dieser Auffassung angeschlossen, ohne andere Lehrmeinungen in Betracht zu ziehen.¹⁷ Die Vertreter der Handlungsverbotstheorie

¹⁵ Siehe dazu Ziff. III.1.2.a.

¹⁶ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 132 N 15; CHRISTIAN MOSER, Abwehrbeschlüsse der Generalversammlung, Diss. Zürich/St. Gallen 2021, N 152; RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/TINO GABERTHÜEL, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2020, N 783; JAKOB HÖHN/CHRISTOPH G. LANG/SEVERIN ROELLI, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, 212; SCHENKER (FN 2), 620 f.; DIETER DUBS, Genehmigtes Kapital als Abwehrmassnahme, GesKR 2006, 43 ff., 44; URS BERTSCHINGER, Zu den börsenrechtlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen, SJZ 1998, 329 ff., 330 f.; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, N 315; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG): eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen, Diss. Basel 1997, 276; CHRISTOPH B. BÜHLER, Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten: Nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU, Diss. Zürich 2003, 25, 49 f.; FRAUENFELDER (FN 2), 124 ff.; WATTER/DUBS (FN 7), 1308 ff.; CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Die Entscheidung durch die Generalversammlung von Fragen aus dem Kompetenzbereich des Verwaltungsrates, in: von Büren (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz. Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 263 ff., 273 f.

¹⁷ UEK-Empfehlung 0294/14 i.S. SIG Holding AG vom 5. März 2007, E. 1.2.4.

¹² Vgl. BSK FinfraG-WATTER, Art. 1 N 15; SK FinfraG-SETHE, Art. 1 N 25.

¹³ A.A. HANS CASPAR VON DER CRONE, Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: Zobl (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, Schweizer Schriften zum Bankrecht (Bd. 37), Zürich 1996, 37 ff., 64 f.

¹⁴ Zum Ganzen SCHENKER (FN 2), 603 FN 2660, 609. Beispiele solcher Angebotsbedingungen findet sich in UEK-Verfügung 0670/01 i.S. ImmoMentum AG vom 28. August 2017, N 75; UEK-Verfügung 0651/05 i.S. LifeWatch AG vom 9. Mai 2017, N 56; UEK-Verfügung 639/01 i.S. Looser Holding AG vom 28. September 2016, N 51.

sind dagegen der Auffassung, dass die Norm nicht etwa zu einer Kompetenzverschiebung, sondern vielmehr zu einem öffentlich-rechtlichen Handlungsverbot führe. Die aktienrechtliche Kompetenzordnung bleibe unverändert. Stattdessen sei es dem Verwaltungsrat untersagt, Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG zu ergreifen, wobei dieses Handlungsverbot durch einen Mehrheitsbeschluss der Generalversammlung punktuell in Bezug auf eine konkrete Massnahme aufgehoben werden könne.¹⁸

Sowohl für die Kompetenzverschiebungs- als auch die Handlungsverbots-theorie bestehen stichhaltige Argumente. Während erstere die Rechtssicherheit höher gewichtet, betont letztere die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre stärker. Insgesamt ist allerdings festzuhalten, dass sich eine Kompetenzverschiebung deutlich besser in das privatrechtlich organisierte Aktienrecht einfügt als ein öffentlich-rechtliches Handlungsverbot. Einerseits wird so das Paritätsprinzip gewahrt.¹⁹ Andererseits führt die Kompetenzverschiebungstheorie aber auch zu einer klaren Rechtslage betreffend die Bindungswirkung von gesetzeswidrigen Abwehrmassnahmen.²⁰ Aufgrund dieser Argumente ist die Kompetenzverschiebungstheorie m.E. zu bevorzugen.

2. Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG

2.1. Persönlicher Anwendungsbereich

In einem ersten Schritt gilt es, den Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG in persönlicher Hinsicht einzugrenzen. Gemäss dem Gesetzeswortlaut gilt die Kompetenzbeschränkung für den «Verwaltungsrat der Zielgesellschaft».

a. Zielgesellschaft

Die Zielgesellschaft wird in Art. 125 Abs. 1 FinfraG definiert und umfasst einerseits Schweizer Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Schweizer Börse *kotiert* sind, andererseits ausländische

Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Schweizer Börse *hauptkotiert* sind.²¹ Um Unklarheiten zu vermeiden, führen die Schweizer Börsen Listen über die Gesellschaften mit Sitz im Ausland, die in der Schweiz *hauptkotiert* sind.²²

Zuweilen wird in der Literatur die Frage aufgeworfen, ob auch Handlungen der Tochtergesellschaften der Zielgesellschaft von der Kompetenzverschiebung betroffen sind. Aufgrund des aktienrechtlichen Trennungsprinzips ist die rechtliche Selbständigkeit von juristischen Personen grundsätzlich auch im Konzernverhältnis zu beachten.²³ Der überwiegende Teil der Lehre vertritt allerdings trotzdem die Auffassung, dass auch die Tochtergesellschaften der Zielgesellschaft von der Kompetenzverschiebung erfasst werden, da der Gesellschaftsbegriff i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG aufgrund einer wirtschaftlichen bzw. konsolidierten und nicht einer juristisch-technischen Betrachtungsweise zu werten sei.²⁴ Ob eine Massnahme die Wesentlichkeitsschwelle erreicht, um von der Kompetenzverschiebung erfasst zu werden, ist aber auch bei Handlungen der Tochtergesellschaft in Referenz zur Zielgesellschaft i.e.S. zu beurteilen.²⁵ Eine Auslegung, wonach jede Tochtergesellschaft ihren eigenen Aktiv- und Passivbestand nicht in bedeutender Weise verändern dürfte, wäre mit dem Zweck der Norm nicht zu vereinbaren.

b. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

Gemäss dem Gesetzeswortlaut gilt das Verbot von Abwehrmassnahmen ausschliesslich für den Verwaltungsrat. Nach einhelliger Auffassung in Lehre und Praxis erstreckt sich der persönliche Anwendungsbereich der Norm allerdings auch auf die Geschäftsleitung der Zielgesellschaft.²⁶ Genau wie der Verwaltungsrat unterliegt die Geschäftsleitung in der Übernahme-situation einem erheblichen Interessenkonflikt. Mit Blick auf die ratio legis der Bestimmung liegt es daher auf der Hand, dass die-

¹⁸ Prägnant PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009 (zit. Aktienrecht 2009), § 7 N 190 ff.; ebenso GERHARD/FORRER (FN 7), 5; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 26; GILLES PITSCHEN, Börse und Unternehmen. Unternehmensverfassung von der Kotierung zur Dekotierung, Diss. Zürich 2013, 286 ff.; THOMAS ALEXANDER STEINIGER, Interessenkonflikte des Verwaltungsrates, Diss. Zürich 2011, 183 f.; MATTHIAS GLATTHAAR, Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. St. Gallen/Zürich 2007, 195 FN 721.

¹⁹ MEIER-SCHATZ (FN 16), 274; zustimmend GERHARD/FORRER (FN 7), 5. A.A. PITSCHEN (FN 18), 287.

²⁰ So muss die Nichtigkeit von Abwehrmassnahmen bei der Handlungsverbots-theorie über Art. 20 Abs. 1 OR konstruiert werden: BÖCKLI, Aktienrecht 2009 (FN 18), § 7 N 218. Problematisch ist hierbei, dass der sachliche Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG deutlich weiter geht als der Vertragsbegriff von Art. 20 Abs. 1 OR (vgl. Ziff. II.2.3.b).

²¹ Zum Begriff der Hauptkotierung siehe Art. 116 i.V.m. Art. 115 Abs. 1 FinfraV.

²² Art. 115 Abs. 2 FinfraV.

²³ Vgl. BGE 145 III 351, E. 4.3.3; BGE 138 II 61, E. 4.1; BGE 128 II 329, E. 2.4. Siehe auch MOSER (FN 16), N 245; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, 692 f.; PETER V. KUNZ, Konzernverträge: Möglichkeiten sowie Risiken, GesKR 2017, 172 ff., 173.

²⁴ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 18; GERHARD/FORRER (FN 7), 5 FN 7 en fine; FRAUENFELDER (FN 2), 122 f.; kritisch dagegen MOSER (FN 16), N 243.

²⁵ MOSER (FN 16), N 243; FRAUENFELDER (FN 2), 123. Zur Wesentlichkeitsschwelle siehe Ziff. II.2.3.d.

²⁶ MOSER (FN 16), 237 ff.; GERHARD/FORRER (FN 7), 4; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 17; SCHENKER (FN 2), 608 FN 2677; ROLF WATTER, Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahme-situationen, in Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, 1 ff., 13 f.; BÜHLER (FN 16), 27; FRAUENFELDER (FN 2), 111 ff.; BERTSCHINGER (FN 16), 330; WATTER/DUBS (FN 7), 1317. Vgl. BGE 133 II 232, E. 3.1.2.

se ebenfalls vom Verbot erfasst sein muss, um eine allzu einfache Umgehung der Bestimmung zu verhindern.²⁷

Dem Verwaltungsrat kommt in der Gesellschaft eine subsidiäre Generalkompetenz zu, wobei er grundsätzlich die Möglichkeit hat, die Geschäftsführung einzelnen Mitgliedern oder Dritten zu übertragen.²⁸ Der Verwaltungsrat kann die Geschäftsführung nicht mit Kompetenzen ausstatten, die ihm selbst nicht zustehen. Die Kompetenzverschiebung, die nach Veröffentlichung des Angebots eintritt, bewirkt daher automatisch auch einen entsprechenden Kompetenzzug bei der Geschäftsführung, da sich deren Kompetenzen aus denjenigen des Verwaltungsrats ableiten.²⁹ Die in der Lehre vorherrschende Formulierung, wonach die Geschäftsführung durch teleologische Extension vom persönlichen Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung erfasst wird, ist daher nicht überzeugend. Eine Extension ist nicht nötig, da der Kompetenzzug beim Verwaltungsrat automatisch auch zum Entzug der entsprechenden Kompetenzen der Geschäftsführung führt.³⁰

2.2. Zeitlicher Anwendungsbereich

Die Kompetenzverschiebung beginnt mit «der Veröffentlichung des Angebots» und endet mit «der Veröffentlichung des Ergebnisses».³¹

a. Beginn der Kompetenzverschiebung

In der Übernahmeverordnung konkretisiert die Übernahmekommission, dass die Kompetenzverschiebung mit der Veröffentlichung der Voranmeldung einsetzt.³² Sofern auf die Veröffentlichung einer Voranmeldung verzichtet wird, tritt die Wirkung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG mit der Veröffentlichung des Angebotsprospektes gemäss Art. 18 i.V.m. Art. 7 UEV ein.³³

Entgegen der soeben erläuterten herrschenden Auffassung, die als Stichtagsprinzip bezeichnet wird, vertritt ein Teil der Lehre die Ansicht, dass die Kompetenzver-

schiebung bereits zu einem früheren Zeitpunkt einsetzen könne. Typischerweise wird hier auf einen Zeitpunkt abgestellt, ab dem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit mit einem Übernahmeangebot rechnen muss.³⁴ Die Begründung dieser Theorie, wonach mit der (in der Praxis häufigen) Kontaktaufnahme vor der Veröffentlichung eines Übernahmeangebots mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine «période suspecte» einsetze und der Verwaltungsrat gerade in diesem Zeitraum vor der Veröffentlichung besonders prädestiniert sei, Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG zu ergreifen, leuchtet zwar ein, geht aber deutlich zu weit. Die Kompetenzverschiebung führt zu einer erheblichen Einschränkung der Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft, was im Interesse der Rechtssicherheit einen klar definierten zeitlichen Anwendungsbereich erfordert. Die fehlende Rechtssicherheit, die mit der Theorie der «période suspecte» einhergeht, macht diese entsprechend wenig praxistauglich. Abwehrmassnahmen, die offensichtlich gegen die Gesellschaftsinteressen verstossen, sind ausserdem als unzulässige Abwehrmassnahme nach Art. 37 UEV zu qualifizieren, weshalb die Übernahmekommission ein solches Verhalten auch dann unterbinden kann, wenn die Massnahme ausserhalb des zeitlichen Anwendungsbereichs von Art. 132 Abs. 2 FinfraG erfolgt.³⁵ Eine vom klaren Wortlaut abweichende teleologische Extension des zeitlichen Anwendungsbereichs ist daher nicht gerechtfertigt. Vielmehr kann sich der Anbieter durch eine zeitnahe Voranmeldung seines öffentlichen Kaufangebotes vor Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates schützen.³⁶ Dieser Auffassung hat sich die Übernahmekommission ausdrücklich angeschlossen.³⁷

Während die Theorie einer «période suspecte» zu weit gehen würde, liegt die Gefahr einer Umgehung der Kompetenzverschiebung durch Abwehrmassnahmen vor der Veröffentlichung des Angebots auf der Hand. Eine Gesetzesumgehung liegt vor, wenn ein scheinbar legitimes Mittel verwendet wird, um ein Ergebnis zu erzielen, welches gegen die ratio legis der Norm verstösst.³⁸ Gemäss der Übernahmekommission kann eine Vorwirkung der Kompetenzverschiebung bei einer Gesetzesumgehung

²⁷ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 17; MOSER (FN 16), N 240 ff.; SCHENKER (FN 2), 608 FN 2677.

²⁸ Art. 716 Abs. 1 i.V.m. Art. 716b Abs. 1 OR.

²⁹ MOSER (FN 16), N 241; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 17.

³⁰ Ebenso MOSER (FN 16), N 241.

³¹ Art. 132 Abs. 2 Satz 1 FinfraG.

³² Art. 8 Abs. 3 Bst. c FinfraG; siehe auch UEK-Verfügung 816/01 i.S. *Spice Private Equity AG* vom 30. Mai 2022, N 28; UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 19. Oktober 2016, N 36; UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.2.2.

³³ UEK-Verfügung 816/01 i.S. *Spice Private Equity AG* vom 30. Mai 2022, N 28; UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 19. Oktober 2016, N 36; UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.2.2; MOSER (FN 16), 182; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 33; DANIEL DAENIKER/ALEXANDER NIKITINE, Golden Handshakes, Golden Parachutes und ähnliche Vereinbarungen bei M&A-Transaktionen, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions IX*, Zürich/Basel/Genf 2007, 107 ff., 137 f.; FRAUENFELDER (FN 2), 108.

³⁴ Beispielsweise, wenn der Verwaltungsrat telefonisch kontaktiert wird oder einen bear hug letter erhält, so BÖCKLI, Aktienrecht 2009 (FN 18), § 7 N 189; weniger weitgehend BERTSCHINGER (FN 16), 332 f.; CAROLE LEA GEHRER, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen: Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 2003, 29.

³⁵ UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.2.2; DAENIKER/NIKITINE (FN 33), 137 f. Siehe auch Ziff. II.3.

³⁶ Ausführlich zum Ganzen MOSER (FN 16), N 212 ff.; siehe auch GERHARD/FORRER (FN 7), 19; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 76.

³⁷ UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.2.2.

³⁸ BGE 140 II 233, E. 5.1; BGE 132 III 212, E. 4.1; GERHARD/FORRER (FN 7), 21.

gerechtfertigt sein. Die Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft soll allerdings nicht bereits durch Übernahmegehrüchte oder allfällige Sondierungsgespräche eingeschränkt werden. Eine Ausweitung des zeitlichen Geltungsbereichs komme daher nur in Frage, wenn der Zielgesellschaft ein «substanzialer Entschluss der Anbieterin» bekannt ist.³⁹ Namentlich bei freundlichen Übernahmeangeboten lässt die Übernahmekommission aber auch Massnahmen zu, die in Vorbereitung auf ein konkretes Angebot vorgenommen werden.⁴⁰ Diese zurückhaltende Praxis wird in der Lehre im Interesse der Rechtssicherheit begrüsst.⁴¹ Problemfelder ergeben sich aber namentlich im Zusammenhang mit bedingten Rechtsgeschäften, die einen Übernahmebezug aufweisen.⁴²

b. Ende der Kompetenzverschiebung

Das Ende der Kompetenzverschiebung ist in der Lehre teilweise umstritten. Während der überwiegende Teil der Literatur davon ausgeht, dass die Wirkungen von Art. 132 Abs. 2 FinfraG erst mit der Veröffentlichung des Endergebnisses erlöschen,⁴³ vertreten einzelne Autoren die Ansicht, dass diese bereits im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Zwischenergebnisses enden.⁴⁴ Umgekehrt vertritt ein Teil der Lehre die Meinung, dass die Kompetenzverschiebung zum Schutz des Anbieters, abweichend vom klaren Gesetzeswortlaut, erst mit dem Vollzug der Übernahme enden solle.⁴⁵

2.3. Sachlicher Anwendungsbereich

Gemäss dem Gesetzeswortlaut von Art. 132 Abs. 2 Satz 1 FinfraG ist es dem Verwaltungsrat untersagt «Rechtsgeschäfte [zu] beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde».

Gestützt auf Art. 132 Abs. 2 und 3 FinfraG regelt die Übernahmekommission die Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft in Art. 35 ff. UEV. Zunächst wird die

Zielgesellschaft verpflichtet, der Übernahmekommission alle Abwehrmassnahmen, die sie einsetzen will, im Voraus anzuzeigen.⁴⁶ In Art. 36 UEV werden sodann die vorliegend interessierenden gesetzeswidrigen Abwehrmassnahmen geregelt. Dieser Artikel konkretisiert, welche Handlungen dem Verwaltungsrat während der Angebotsdauer aufgrund von Art. 132 Abs. 2 FinfraG untersagt sind. Zuletzt statuiert Art. 37 UEV, dass «Abwehrmassnahmen, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen», als unzulässige Abwehrmassnahmen zu qualifizieren sind.⁴⁷

a. Abwehrmassnahmen

Die Übernahmekommission definiert Abwehrmassnahmen als «alle Handlungen der zuständigen Organe, die bei objektiver Betrachtungsweise geeignet sind, eine unerwünschte Übernahme zu erschweren oder zu verhindern».⁴⁸ Entsprechend muss keine subjektive Absicht bestehen, eine Übernahme zu erschweren oder zu verhindern. Es genügt die objektive Eignung dazu.⁴⁹ Entgegen der irreführenden Formulierung der Übernahmekommission gilt die gesetzlich vorgesehene Kompetenzverschiebung aber auch zwingend bei freundlichen Übernahmeversuchen und selbst dann, wenn der Anbieter der Massnahme zustimmt. Solche Abwehrmassnahmen könnten nämlich eine abschreckende Wirkung auf potenzielle weitere Anbieter haben und dadurch ein wirtschaftlich sinnvolles Auktionsverfahren verhindern.⁵⁰

b. Exekutives Verhalten

Nach dem Gesetzeswortlaut von Art. 132 Abs. 2 FinfraG ist von der Kompetenzverschiebung nur der *Beschluss* von Rechtsgeschäften erfasst. Bei einer strikt grammatischen Auslegung würde es dem Verwaltungsrat daher überaus einfach fallen, die Bestimmung zu umgehen. Nach der herrschenden Auffassung ist der Begriff «beschliessen» deshalb durch teleologische Extension auf

³⁹ UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.2.2.

⁴⁰ Vgl. UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 19. Oktober 2016, N 37.

⁴¹ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 32 f.; MOSER (FN 16), N 219; GERHARD/FORRER (FN 7), 21 f.; vgl. auch PETER NOBEL, Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 19. September 2005 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG*, Murten, SZW 2006, 146 ff., 148.

⁴² Diese können als Abwehrmassnahmen «auf Vorrat» verwendet werden.

⁴³ Differenziert MOSER (FN 16), N 225; zustimmend, aber kritisch SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 77; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 16), N 785; HÖHN/LANG/ROELLI (FN 16), 370; FRAUENFELDER (FN 2), 109.

⁴⁴ GERHARD/FORRER (FN 7), 19; STEPHAN WERLEN, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. Zürich 2001, 173.

⁴⁵ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 34; dem Sinn nach zustimmend SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 77.

⁴⁶ Art. 35 UEV.

⁴⁷ Siehe dazu Ziff. II.3.

⁴⁸ UEK-Verfügung 730/01 i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, N 57; UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, N 36; UEK-Verfügung 0600/01 i.S. *Kaba Holding AG* vom 22. April 2015, N 23; UEK-Empfehlung 0343/03 i.S. *Implenia AG* vom 20.12.2007, E. 2.1.1.2; UEK-Empfehlung 0249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics AG* vom 23. August 2005, E. 1.1.2.

⁴⁹ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 132 N 19; MOSER (FN 16), N 210; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 60; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 35 N 6; SCHENKER (FN 2), 604; RENATE WEY/LUKAS HUBER, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2001, 144 ff., 146.

⁵⁰ So die Übernahmekommission selbst ausdrücklich in UEK-Empfehlung 0294/14 i.S. *SIG Holding AG* vom 5. März 2007, E. 1.2.4; ausführlich GERHARD/FORRER (FN 7), 16; CR OR-RASHID, Art. 132 FinfraG N 60; MOSER (FN 16), N 227; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 16), N 787; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 10; WERLEN (FN 44), 165; FRAUENFELDER (FN 2), 113.

Massnahmen der Zielgesellschaft im Allgemeinen auszuweiten.⁵¹ Gleichzeitig muss sich die Massnahme nicht auf ein Rechtsgeschäft i.e.S. beziehen, sondern kann auch andere Rechtshandlungen betreffen.⁵²

Dieser Auffassung folgend legt die Übernahmekommission das Merkmal des Beschlusses eines Rechtsgeschäfts bewusst weit aus, wenn sie von «exekutivem Verhalten» spricht.⁵³ Massgebend ist entsprechend nicht die Form des Handelns, sondern vielmehr dessen Wirkung.⁵⁴ Vom Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG sind somit Verpflichtungs- als auch Verfügungsgeschäfte erfasst, d.h. namentlich auch der blosser Vollzug von Abwehrmassnahmen.⁵⁵ Darüber hinaus ist darunter ebenfalls jedes andere exekutive Verhalten der Gesellschaft zu verstehen. In der Lehre wird in diesem Zusammenhang auf strategische Massnahmen verwiesen; beispielsweise der Entscheide, sich aus einem geographischen Markt zurückzuziehen oder die Produktion massgeblich zu verändern.⁵⁶ Sowohl GERICKE/WIEDMER als auch GERHARD/FORRER verweisen allerdings darauf, dass die Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft übermässig eingeschränkt werde, wenn ein solches Verhalten grundsätzlich und nicht bloss in Umgehungsfällen als exekutives Verhalten qualifiziert würde.⁵⁷ M.E. darf ein Verhalten dagegen nicht bereits aufgrund seiner rechtlichen Qualifikation vom Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG ausgeschlossen werden. Vielmehr muss die Wirkung des Verhaltens entscheidend dafür sein, ob es von der Kompetenzverschiebung erfasst wird (zur Wirkung sogleich).⁵⁸

c. Wirkung

Von Art. 132 Abs. 2 FinfraG sind nur Abwehrmassnahmen erfasst, «mit denen der Aktiv- oder Passivbestand

der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde». Ausgangspunkt für die Beurteilung, ob ein exekutives Verhalten vom sachlichen Anwendungsbereich erfasst wird, ist daher die konsolidierte Bilanz. Die Anforderungen an die Wirkung der Massnahme werden klarerweise erfüllt, wenn die Zielgesellschaft Aktiven unter ihrem Marktwert veräussert und so die eigene Attraktivität verringert.⁵⁹ Eine von der Bestimmung erfasste Wirkung kann allerdings auch eintreten durch eine Änderung der Zusammensetzung des Aktivbestands ohne Einfluss auf die Bilanzsumme, namentlich durch den Verkauf von Betriebsteilen, die für den Anbieter kausal für sein Angebot sind.⁶⁰ Umstritten ist dagegen, ob auch andere Veränderungen der Bilanzpositionen, die die Attraktivität der Zielgesellschaft vermindern, aber keinen Einfluss auf die Bilanzsumme haben, unter Art. 132 Abs. 2 FinfraG zu subsumieren sind.⁶¹

In Bezug auf den Passivbestand der Zielgesellschaft ist zu unterscheiden zwischen Handlungen, die das Fremdkapital der Zielgesellschaft verändern und Handlungen, die das Eigenkapital der Zielgesellschaft verändern. Im ersteren Fall wird der Verschuldungsgrad der Gesellschaft erhöht, was ihrer Attraktivität schaden kann.⁶² Im letzteren Fall könnte der Verwaltungsrat versuchen, durch die Ausgabe von Beteiligungen oder den Verkauf von eigenen Aktien Einfluss auf die Erreichung der Mindestandienungsquote zu nehmen und so das Zustandekommen des Angebots zu verhindern.⁶³

Die Übernahmeverordnung stellt klar, dass der sachliche Anwendungsbereich auch Massnahmen erfasst, die eine Veränderung von Ausserbilanzpositionen bewirken, namentlich durch Verträge, die wesentliche Risiken oder Verpflichtungen mit sich bringen.⁶⁴ Die Übernahmekommission bringt damit zum Ausdruck, dass nicht buchhalterische Begrifflichkeiten entscheidend sein sollen, sondern vielmehr die faktische Wirkung eines Verhaltens der Zielgesellschaft.⁶⁵

Zusätzlich zum Einfluss auf den Aktiv- und Passivbestand der Gesellschaft knüpft die Übernahmeverordnung

⁵¹ UEK-Empfehlung 0343/03 i.S. *Implemia AG* vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.2.1; UEK-Empfehlung 0294/14 i.S. *SIG Holding AG* vom 5. März 2007, E. 1.1.2; UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.3; UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holdings AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.5; GERHARD/FORRER (FN 7), 10; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 12; SCHENKER (FN 2), 610; WATTER/DUBS (FN 7), 1317 f.

⁵² UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holdings AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.5; MOSER (FN 16), N 226; GERHARD/FORRER (FN 7), 10 f.; FRAUENFELDER (FN 2), 113 f.

⁵³ UEK-Verfügung 730/01 der UEK i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, N 60; UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.3; MOSER (FN 16), N 226; GERHARD/FORRER (FN 7), 11; DUBS (FN 16), 44.

⁵⁴ FRAUENFELDER (FN 2), 113; WATTER/DUBS (FN 7), 1317. Zur Wirkung sogleich.

⁵⁵ Statt vieler MOSER (FN 16), N 226 ff. m.w.H.; FRAUENFELDER (FN 2), 114.

⁵⁶ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 15; GERHARD/FORRER (FN 7), 11; URS SCHENKER, Der Erwerb von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften, Die Regeln zur Meldepflicht und zu öffentlichen Übernahmen, Zürich 2014, 129 FN 423.

⁵⁷ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 15; GERHARD/FORRER (FN 7), 11.

⁵⁸ So eigentlich auch GERHARD/FORRER (FN 7), 11, selbst.

⁵⁹ GERHARD/FORRER (FN 7), 11; SCHENKER (FN 2), 608; WATTER/DUBS (FN 7), 1317.

⁶⁰ Sog. «Crown Jewel Defense»; vgl. Art. 36 Abs. 2 Bst. b UEV. GERHARD/FORRER (FN 7), 11; FRAUENFELDER (FN 2), 115; WATTER/DUBS (FN 7), 1317.

⁶¹ Die Übernahmekommission hat dies in UEK-Empfehlung 0293/01 i.S. *Saurer AG* vom 13. Oktober 2006, E. 2.1 ausdrücklich bejaht. Dafür sprechen sich aus: GERHARD/FORRER (FN 7), 11; FRAUENFELDER (FN 2), 115; a.A. WATTER/DUBS (FN 7), 1317.

⁶² GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 37; GERHARD/FORRER (FN 7), 11; FRAUENFELDER (FN 2), 117 f.; WATTER/DUBS (FN 7), 1317.

⁶³ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 37; GERHARD/FORRER (FN 7), 11; BÖCKLI, Aktienrecht 2009 (FN 18), § 7 197 ff.; FRAUENFELDER (FN 2), 118; WATTER/DUBS (FN 7), 1317.

⁶⁴ Art. 36 Abs. 1 UEV.

⁶⁵ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 38; zustimmend GERHARD/FORRER (FN 7), 11.

an die Ertragskraft an.⁶⁶ Diese teleologisch extensive Auslegung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG ist in Anbetracht der ratio legis gerechtfertigt.⁶⁷ Unklar ist hierbei, nach welchen Kriterien die Ertragskraft der Zielgesellschaft zu bestimmen ist, da die Übernahmekommission durch den offenen Begriff eine Umgehung der Bestimmung durch «buchhalterische Kunstgriffe» verhindern will.⁶⁸ In der Lehre wird die Auffassung vertreten, dass sich die Übernahmekommission am EBIT oder EBITDA orientieren solle.⁶⁹

d. Wesentlichkeit

Die Merkmale «exekutives Verhalten» und «Veränderung des Aktiv- und Passivbestands der Gesellschaft» erfassen einen sehr weiten Bereich an Handlungen des Verwaltungsrates. Wären all die erfassten Handlungen von der Kompetenzverschiebung betroffen, würde dies faktisch zu einer Handlungslähmung der Zielgesellschaft führen. Der sachliche Anwendungsbereich wird daher durch eine Wesentlichkeitsschwelle erheblich eingeschränkt.⁷⁰

da. Verhältnis von FinfraG und UEV

Gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG sind nur Handlungen vom Anwendungsbereich erfasst, die den Aktiv- und Passivbestand der Gesellschaft «in bedeutender Weise» verändern würden. Diese unbestimmte Generalklausel wird in Art. 36 Abs. 2 UEV durch eine nicht abschliessende Aufzählung konkretisiert.⁷¹ Nach der herrschenden Auffassung handelt es sich hierbei um widerlegbare gesetzliche Vermutungen.⁷² Massgebend für den Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung ist letztlich einzig der Gesetzestext des FinfraG, weshalb Abwehrmassnahmen im Einzelfall gesetzeswidrig sein können, obwohl sie von der beispielhaften Aufzählung von Art. 36 Abs. 2 UEV nicht erfasst werden. Umgekehrt können Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats aber

auch zulässig sein, obwohl sie von der Aufzählung in der Übernahmeverordnung erfasst werden.⁷³

In Art. 36 Abs. 2 Bst. a UEV wird die Wesentlichkeit der Wirkung von Abwehrmassnahmen in quantitativer Hinsicht generalisiert: Der Verkauf oder Erwerb von Vermögenswerten, deren Wert mehr als 10 % der Bilanzsumme ausmacht oder mehr als 10 % zur Ertragskraft beiträgt, gilt grundsätzlich als gesetzeswidrig. Darüber hinaus bezeichnet Art. 36 Abs. 2 Bst. b UEV auch den Verkauf oder die Belastung von Betriebsteilen oder immateriellen Werten als wesentliche Veränderung, sofern diese vom Anbieter als Hauptgegenstand seines Angebots bezeichnet werden (sog. «Crown Jewels»). In Art. 36 Abs. 2 Bst. c–f UEV werden sodann ausdrücklich Verteidigungsstrategien im Zusammenhang mit Beteiligungsrechten der Zielgesellschaft sowie die sog. «Golden Parachute Defense» als gesetzeswidrig bezeichnet.⁷⁴

db. Kompetenzverschiebung und laufende Geschäftstätigkeit

Die in Art. 36 Abs. 2 Bst. a UEV aufgestellte quantitative Wesentlichkeitsschwelle von 10 % bezieht sich gemäss der herrschenden Lehre nicht bloss auf den Verkauf oder Erwerb von Vermögenswerten, sondern generalisiert in allgemeiner Weise, wann das Verhalten der Zielgesellschaft, welches nicht bereits eine andere gesetzliche Vermutung gemäss Art. 36 Abs. 2 UEV erfüllt, den Aktiv- und Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert.⁷⁵ Allerdings soll die Kompetenzverschiebung die Zielgesellschaft nicht daran hindern, ihr laufendes Geschäft im üblichen Rahmen weiterzuführen.⁷⁶ Eine Massnahme ist daher namentlich dann als zulässig zu qualifizieren, wenn kein kausaler Zusammenhang zwischen dem Übernahmeangebot und der Massnahme besteht. In diesem Sinne hat die Übernahmekommission die Überschreitung der Wesentlichkeitsgrenze im Fall Pax Anlage AG als zulässig erklärt, da es sich bei der betroffenen Handlung – dem Verkauf von Immobilien – um das Kerngeschäft der Gesellschaft handle.⁷⁷

Sodann verweist die Übernahmekommission darauf, dass bei der Bewertung der Wesentlichkeit einer Handlung der Zielgesellschaft nebst quantitativen Aspekten auch

⁶⁶ Art. 36 Abs. 2 Bst. a UEV.

⁶⁷ So GERHARD/FORRER (FN 7), 12.

⁶⁸ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 16), N 783; GERHARD/FORRER (FN 7), 12 FN 73; LUC THÉVENOZ, Commission des OPA et FINMA. La Commission des offres publiques d'acquisition dans la surveillance intégrée des marchés financiers, GesKR 2009, 33 ff., 36.

⁶⁹ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 16), N 783; RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/MATTHIAS WOLF, Das revidierte Recht der öffentlichen Kaufangebote, GesKR 2009, 87 ff., 92; a.A. GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 54 f.

⁷⁰ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 40; GERHARD/FORRER (FN 7), 13.

⁷¹ Dass diese Aufzählung nicht abschliessend ist, ergibt sich aus dem Wort «insbesondere» im Gesetzeswortlaut: UEK-Verfügung 0648/02 i.S. Pax Anlage AG vom 9. März 2017, E. 10.2; UEK-Empfehlung 294/14 der UEK i.S. SIG Holding AG vom 5. März 2007, E. 2.1.1; MOSER (FN 16), N 231; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 43 m.w.H.

⁷² MOSER (FN 16), N 232; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 43 f.; GERHARD/FORRER (FN 7), 13; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 82; a.A. PITTSCHEN (FN 18), 289 f.

⁷³ Mit ausführlicher Herleitung: GERHARD/FORRER (FN 7), 14; siehe auch TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 16), N 790; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 42; MOSER (FN 16), N 232 f.; SCHENKER (FN 56), 129.

⁷⁴ Letztere hat seit Einführung der VegüV mit der anschliessenden Überführung in Art. 732 ff. OR erheblich an Bedeutung verloren: GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 63a; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 95.

⁷⁵ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 45; GERHARD/FORRER (FN 7), 14; SCHENKER (FN 2), 616 f.

⁷⁶ SCHENKER (FN 2), 617; MOSER (FN 16), N 234; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 42; GERHARD/FORRER (FN 7), 13; BÜHLER (FN 16), 27; FRAUENFELDER (FN 2), 115 f.

⁷⁷ UEK-Verfügung 0648/02 i.S. Pax Anlage AG vom 9. März 2017, N 37 ff.

qualitative Gesichtspunkte zu berücksichtigen sind.⁷⁸ Wie der Begriff der qualitativen Wesentlichkeit zu verstehen ist, hat die Übernahmekommission bislang nicht konkretisiert. Allerdings sieht sie eine qualitative Veränderung namentlich darin, die Finanzierungsbedingungen der Gesellschaft ohne Einfluss auf die Bilanzpositionen zu verändern, um die Attraktivität für einen (potenziellen) Anbieter zu schmälern.⁷⁹ GERHARD/FORRER stellen die Vermutung auf, dass eine qualitative Veränderung des Aktiv- und Passivbestands namentlich dann vorliegt, wenn sich diese nur mittelbar in wesentlichem Umfang auf deren Quantität auswirkt.⁸⁰ M.E. ist dies insbesondere dann der Fall, wenn die quantitative Wesentlichkeitsschwelle nicht durch eine grosse, sondern mehrere kleine, in engem Zusammenhang stehende Transaktionen erreicht wird.⁸¹

3. Verbot gesellschaftsrechtswidriger Abwehrmassnahmen

Gemäss Art. 37 UEV sind Abwehrmassnahmen unzulässig, wenn sie offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen. Dieses Verbot unzulässiger Abwehrmassnahmen ergänzt und überlagert die Kompetenzverschiebung nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG in zweierlei Hinsicht: Einerseits werden Abwehrmassnahmen, die offensichtlich gegen das Gesellschaftsrecht verstossen, als unzulässig qualifiziert, unabhängig davon, ob diese eine gewisse Wesentlichkeitsschwelle erreichen. Andererseits ist das Verbot unzulässiger Abwehrmassnahmen im Unterschied zur Kompetenzverschiebung nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG nicht auf Massnahmen nach Veröffentlichung eines Angebots beschränkt, weshalb die Übernahmekommission sich vorbehält, auch Abwehrmassnahmen, die vor der Veröffentlichung ergriffen wurden, auf ihre Gesellschaftsrechtskonformität zu prüfen.⁸² Damit wird gleichzeitig klargestellt, dass die Übernahmekommission

auch über eine gewisse Kognition im privatrechtlichen Gesellschaftsrechtsbereich verfügt. Eine Durchsetzung auf dem zivilrechtlichen Weg ist nämlich grundsätzlich nicht schnell genug, um ein aktuelles Übernahmeverfahren zu beeinflussen.⁸³

Der Umfang dieser Kognition wird in der Lehre kontrovers diskutiert, da diese auf *offensichtliche* Verletzungen des Gesellschaftsrechts beschränkt ist. Gemäss der Übernahmekommission liegt eine offensichtliche Verletzung vor, wenn diese «qualifizierter Art und aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar ist».⁸⁴ Vorliegend ist dabei namentlich von Bedeutung, dass die Kognition der Übernahmekommission nicht bloss formelle Verstösse gegen das Gesellschaftsrecht erfasst, sondern auch materielle Verstösse, namentlich solche gegen das Gesellschaftsinteresse.⁸⁵

III. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

1. Rechte und Pflichten des Verwaltungsrats

1.1. Gesellschaftsinteresse

Der Verwaltungsrat ist den Gesellschaftsinteressen verpflichtet.⁸⁶ Was die Gesellschaftsinteressen genau ausmacht, ist eine der kontroversesten – wenn nicht die kontroverseste Frage des Gesellschaftsrechts. Im Zentrum dieser Kontroverse steht die politisch gefärbte Frage, ob eine Gesellschaft nur den Interessen der Aktionäre verpflichtet ist (Shareholder Value-Ansatz), und Dritte somit nur indirekt durch ihre volkswirtschaftlichen Funktionen begünstigt, oder ob die Gesellschaft auch eine soziale Verantwortung wahrzunehmen hat und daher auch andere Interessengruppen als die Aktionäre berücksichtigen muss (Stakeholder Value-Ansatz).⁸⁷ Weitgehender Konsens besteht wohl darüber, dass das

⁷⁸ UEK-Empfehlung 0343/03 i.S. *Implenia AG* vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.1.2; UEK-Empfehlung 0293/01 i.S. *Saurer AG* vom 13. Oktober 2006, E. 1.1.2; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 41; GERHARD/FORRER (FN 7), 14.

⁷⁹ UEK-Empfehlung 0293/01 i.S. *Saurer AG* vom 13. Oktober 2006, E. 2.1.

⁸⁰ Wobei die Autoren – wohl aus Versehen – von einer mittelbaren Veränderung der «Qualität» sprechen: GERHARD/FORRER (FN 7), 14.

⁸¹ In der Literatur wird dies bislang als ein Fall der Gesetzesumgehung behandelt: MOSER (FN 16), N 233; FRAUENFELDER (FN 2), 116 f. Nach der hier vertretenen Auffassung stellt dies einen unnötigen «juristischen Kunstgriff» dar, zumal sich dieses Vorgehen auch unter die etablierte Praxis zur qualitativen Wesentlichkeit subsumieren lässt.

⁸² UEK-Verfügung 540/01 i.S. *Schmolz + Bickenbach AG* vom 25. Juli 2013, N 56; UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.3.3. Siehe auch GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 37 N 7; SCHENKER (FN 2), 623; TSCHÄNI/DIEM, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VII*, Zürich/Basel/Genf 2005, 51 ff., 63.

⁸³ SCHENKER (FN 2), 603; CHRISTIAN MEIER-SCHATZ/URS GASSER, Analyse der Praxis der UEK, in: Weber (Hrsg.), *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, Zürich 2000, 139 ff., 205.

⁸⁴ UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.3.2. Bestätigt in UEK-Verfügung 540/01 i.S. *Schmolz + Bickenbach AG* vom 25. Juli 2013, N 56; UEK-Verfügung 0600/01 i.S. *Kaba Holding AG* vom 22. April 2015, N 36.

⁸⁵ UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.3.2; UEK-Verfügung 540/01 i.S. *Schmolz + Bickenbach AG* vom 25. Juli 2013, N 56; UEK-Verfügung 0600/01 i.S. *Kaba Holding AG* vom 22. April 2015, N 37. Siehe auch GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 37 N 21; SCHENKER (FN 2), 622 f.

⁸⁶ Art. 717 Abs. 1 OR.

⁸⁷ Prägnant URS SCHENKER, Corporate Social Responsibility, SZW/RSDA 2017, 635 ff., 637 ff.; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 16; MOSER (FN 16), N 395 f.; JOEL FISCHER, Shareholder Value, Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative, GesKR 2021, 1 ff., 2 ff.; MARIEL HOCH, Pflichten des Verwaltungsrats einer möglichen Zielgesellschaft, SZW 2018, 361 ff., 366; REICHMUTH (FN 2), 114 f.; DANIEL DAENIKER, Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft?, SZW 2016, 434 ff., 435 f.; ROLF WATTER/TILL SPILLMANN, Corporate Social Responsi-

Gesellschaftsinteresse grundsätzlich darin liegt, eine langfristige und nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts zu erreichen.⁸⁸ Eine nachhaltige Wertsteigerung ist einerseits das primäre Interesse der Aktionäre, gleichzeitig liegt diese aber grundsätzlich auch im Interesse der weiteren Stakeholder der Gesellschaft.

Aufgrund des oben erläuterten Interessenkonflikts, der durch das öffentliche Kaufangebot ausgelöst wird, hat die Treuepflicht des Verwaltungsrates eine besondere Stellung in der Übernahmesituation. Durch den Übernahmeversuch ändern sich aber auch die Interessen der Publikumsaktionäre radikal. Ausschlaggebend für die Entscheidung, ob sie ihre Aktien andienen oder nicht, ist primär, ob sie eine Wertsteigerung des Aktienkurses über den gebotenen Angebotspreis hinaus in naher Zukunft für wahrscheinlich halten. Zumindest im Fall eines Barangebots verlieren sie in dieser Situation das Interesse an einer nachhaltigen Wertsteigerung der Gesellschaft.⁸⁹ Auch wenn ein Übernahmeangebot im Interesse der Aktionäre liegt, verstösst der Verwaltungsrat daher nicht zwingend gegen seine Treuepflicht, wenn er sich gegen das Angebot stellt.⁹⁰ Seine Aufgabe besteht nämlich primär in der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes. Diese theoretische Konzeption steht natürlich in einem starken Kontrast zur wirtschaftlichen Realität, in der transaktionsorientierte Aktionäre regelmässig einen erheblichen Druck auf den Verwaltungsrat ausüben und diesem unter Umständen auch mit der Abwahl drohen, wenn er nicht bereit ist, die Übernahme zu fördern.⁹¹

1.2. Kompetenzen und Vertretungsbefugnis

a. Grundsatzentscheid über Selbständigkeit der Gesellschaft

Art. 716 Abs. 1 OR statuiert ein Kompetenzauffangbeken zu Gunsten des Verwaltungsrats: Er kann in allen Angelegenheiten Beschluss fassen, die nicht nach Gesetz oder Statuten der Generalversammlung zugeteilt sind.⁹² Art. 716a OR regelt sodann die unübertragbaren und

unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats, wozu namentlich die Oberleitung der Gesellschaft gehört.⁹³ Teil der Oberleitung ist unter anderem die Bestimmung der Unternehmensstrategie, weshalb der Grundsatzentscheid über die Selbständigkeit der Gesellschaft zu den unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrats gehört.⁹⁴ Die Kompetenz zum Beschluss von Abwehrmassnahmen liegt damit nach der allgemeinen aktienrechtlichen Ordnung grundsätzlich beim Verwaltungsrat, auch wenn letztlich die Aktionäre über das Übernahmeangebot entscheiden.⁹⁵

b. Zweckgrenze

Die Mitglieder des Verwaltungsrats können die Gesellschaft in den Grenzen des Gesellschaftszwecks gegen aussen vertreten.⁹⁶ Das Bundesgericht legt die Zweckgrenze extensiv aus, weshalb diese nur eine geringe praktische Bedeutung hat.⁹⁷ Zu beachten ist vorliegend allerdings, dass der Verkauf ganzer Betriebsteile unter Umständen als faktische Teilliquidation qualifiziert werden könnte. Werden wesentliche Betriebsteile veräussert, ohne dass der Veräusserungserlös für die Reinvestition im statutarisch umschriebenen Tätigkeitsbereich der Gesellschaft bestimmt ist, kann dies im Extremfall gegen den Zweck der Gesellschaft verstossen.⁹⁸ Da der Verwaltungsrat nur in den Grenzen des Zwecks zur Vertretung der Gesellschaft ermächtigt ist, führt eine Verletzung dieser Zweckgrenze zur Nichtigkeit der betreffenden Rechtsgeschäfte.⁹⁹

BÖCKLI setzt die Schwelle zur faktischen Teilliquidation vergleichsweise tief an mit der Aussage, dass der Verkauf von Aktiven, die weniger als 20 % der Bilanzsumme ausmachen, regelmässig noch keine faktische Teilliquidation darstelle.¹⁰⁰ Das Bundesgericht hat eine zweckwidrige Liquidation bislang nur bei der Veräusserung des gesamten Betriebs verbunden mit der Umwandlung in eine

bility – Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften, GesKR 2006, 94 ff., 105 f.

⁸⁸ BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 16, N 37 f.; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 5. Aufl., Zürich/Genf 2022 (zit. Aktienrecht 2022), § 9 N 757; FLORIAN S. JÖRG/URS P. GNOS/LORENZO OLGATI, Mergers & Acquisitions, Basel 2022, N 23.88; MOSER (FN 16), N 397 ff.; FISCHER (FN 87), 12; HOCH (FN 87), 366; REICHMUTH (FN 2), 115; SCHENKER (FN 2), 551; DAENIKER (FN 87), 436; SCHENKER (FN 87), 643; WATTER/SPILLMANN (FN 87), 105 f.

⁸⁹ Zum Ganzen SCHENKER (FN 2), 556. Siehe auch WATTER (FN 1), N 159, insbesondere FN 241; ALAIN P. RÖTHLISBERGER/ESTHER NÄGELI, Defending against the Hostile Bid, Zürich 2004, 117.

⁹⁰ Vgl. SCHENKER (FN 2), 552; ANDREAS BOHRER, Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland, Zürich 2005, 356.

⁹¹ Vgl. SCHENKER (FN 2), 556 f.

⁹² Art. 716 Abs. 1 OR. Vgl. BÖCKLI, Aktienrecht 2022 (FN 88), § 9 N 341; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 716 N 1; ZK OR-BÜHLER, Art. 716 N 1; HÖHN/LANG/ROELLI (FN 16), 85.

⁹³ Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

⁹⁴ REICHMUTH (FN 2), 62; HÖHN/LANG/ROELLI (FN 16), 86; SCHENKER (FN 2), 550; TSCHÄNI/DIEM (FN 82), 71; URS SCHENKER, Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2008, 129 ff., 137 f.

⁹⁵ So ausdrücklich BERTSCHINGER (FN 16), 330.

⁹⁶ Art. 718 Abs. 1 i.V.m. Art. 718a Abs. 1 OR.

⁹⁷ BGE 116 II 320, E. 3.a; BGE 95 II 442, E. 3. Vgl. auch BSK OR II-WATTER, Art. 718a N 3; CHRISTOPH BÜHLER/NICOLAS SPICHTIN, Vertretungsmacht bei nicht statutenkonformer Zusammensetzung oder Interessenkonflikt des Verwaltungsrates, GesKR 2015, 150 ff., 153.

⁹⁸ Eingehend zur faktischen Teilliquidation BÖCKLI, Aktienrecht 2022 (FN 88), § 15 N 91. Siehe auch BSK OR II-WATTER, Art. 718a N 4; MÜLLER/LIPP/PLÜSS (FN 2), N 7.307.

⁹⁹ Ausführlich ROLF WATTER, Die Verpflichtung der AG aus rechtsgeschäftlichem Handeln ihrer Stellvertreter, Prokuristen und Organe: speziell bei sog. «Missbrauch der Vertretungsmacht», Diss. Zürich 1985, N 173 f. Siehe auch BSK OR II-WATTER, Art. 718a N 3; BÖCKLI, Aktienrecht 2022 (FN 88), § 9 N 625 ff.

¹⁰⁰ BÖCKLI, Aktienrecht 2009 (FN 18), § 7 N 202.

Holdinggesellschaft bejaht.¹⁰¹ Somit dürfte die tatsächliche Grenze in den allermeisten Fällen deutlich über 20 % liegen.

c. Vertretungsbefugnis und Abwehrmassnahmen

Für Verwaltungsratsbeschlüsse gelten sinngemäss die gleichen Nichtigkeitsgründe wie für Beschlüsse der Generalversammlung.¹⁰² Wie oben dargelegt, greift Art. 132 Abs. 2 FinfraG derogierend in die aktienrechtliche Kompetenzordnung ein. Verletzt ein Verwaltungsratsbeschluss diese modifizierte Kompetenzordnung, führt dies somit zur Nichtigkeit des Beschlusses.¹⁰³ Allerdings erfasst die Nichtigkeit nicht automatisch auch die Rechtsgeschäfte, die der Verwaltungsrat in Verletzung seiner Kompetenzen eingegangen ist. Einschränkungen der allgemeinen Vertretungsbefugnis des Verwaltungsrats haben im Aussenverhältnis nämlich keine Folgen gegenüber gutgläubigen Dritten.¹⁰⁴ Da die Gutgläubigkeit vermutet wird, hat ein Verstoß gegen die Kompetenzen *grundsätzlich* keine Aussenwirkung.¹⁰⁵

Aufgrund der Publizität des Übernahmeverfahrens und der grossen Bedeutung der Rechtsgeschäfte, die in den sachlichen Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung fallen, sind Konstellationen, in denen der Dritte keine Kenntnis der fehlenden Kompetenz des Verwaltungsrats während dem Übernahmeverfahren hatte, allerdings kaum denkbar. Vielmehr wird die Gegenpartei solcher Rechtsgeschäfte in den allermeisten Fällen nicht nur über eine grosse Geschäftserfahrung verfügen, sondern auch durch rechtliche Experten beraten worden sein. Entsprechend werden auch Rechtsgeschäfte, die der Verwaltungsrat in Verletzung der modifizierten Kompetenzordnung vornimmt, in den allermeisten Fällen keine Bindungswirkung herbeiführen.¹⁰⁶ Darüber hinaus beschränkt der mutmassliche Wille der juristischen Person die Vertretungsbefugnis im Innenverhältnis grundsätzlich auf Rechtsgeschäfte, die nicht gegen die Gesellschaftsinteressen verstossen. Sofern die Gegenpartei diesen Verstoß gegen das Gesellschaftsinteresse erkannt hat oder hätte erkennen müssen, löst das Rechtsgeschäft daher ebenfalls keine Bindungswirkung aus.¹⁰⁷

Die Gutgläubigkeit des Dritten kommt namentlich dann in Frage, wenn der zeitliche Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung aufgrund einer Gesetzesumgehungen auf den Zeitraum ausgeweitet wird, in dem das Kaufangebot noch nicht veröffentlicht wurde. Da der Übernahmeverfahren zu diesem Zeitpunkt noch nicht publik ist, hat der Dritte i.d.R. keine Kenntnis von der Kompetenzverschiebung. Entsprechend kommt der Frage, ob der Dritte einen Verstoß gegen die Gesellschaftsinteressen hätte erkennen müssen, in dieser Situation besondere Bedeutung zu.

Anzumerken bleibt, dass unzulässige Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 37 UEV gemäss der herrschenden Lehre ebenfalls als nichtig zu betrachten sind, da sie per definitionem in offensichtlicher Weise das Gesellschaftsrecht verletzen. Entsprechend gelten für sie dieselben Rechtsfolgen wie für gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG.¹⁰⁸

2. Aktienrechtliche Verantwortlichkeit

Die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsführung können für den Schaden verantwortlich gemacht werden, den sie durch Pflichtverletzungen verursachen.¹⁰⁹ Zur Verantwortlichkeitsklage legitimiert sind die Gesellschaft selbst, die Aktionäre sowie die Gesellschaftsgläubiger.¹¹⁰ Um eine Haftbarkeit zu begründen, müssen vier Merkmale erfüllt sein: Pflichtverletzung, Schaden, Verschulden, adäquater Kausalzusammenhang.¹¹¹ In diesem Zusammenhang wird auf die ausführliche Literatur und Rechtsprechung in diesem Bereich verwiesen. Anzumerken bleibt allerdings, dass ein adäquat kausal durch eine Abwehrmassnahme verursachter Schaden im Sinne der Differenzhypothese sowohl bei einer geglückten als auch bei einer misslungenen Übernahme oft nur schwer nachzuweisen oder schon nur zu substantiieren ist – es sei denn, der Anbieter sieht aufgrund der Massnahmen des Verwaltungsrates ganz von seinem Übernahmeverfahren ab.

Sowohl ein unmittelbarer wie auch ein mittelbarer Schaden des Aktionärs stellen einen reinen Vermögensschaden dar. Das Vermögen ist kein absolut geschütztes Rechtsgut, weshalb ein Vermögensschaden nach der Schutznormtheorie nur dann zu ersetzen ist, wenn er durch die Verletzung einer Norm entstanden ist, die

¹⁰¹ BGE 100 II 384, E. 2b; vgl. auch BGE 116 II 320, E. 3a.

¹⁰² Art. 714 OR.

¹⁰³ Allgemein zur Nichtigkeit bei Verletzung der Kompetenzordnung: BSK OR II-WERNLI, Art. 714 N 12. In Bezug auf die Kompetenzverschiebung nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG: SCHENKER (FN 2), 624; FRAUENFELDER (FN 2), 143; WATTER/DUBS (FN 7), 1321.

¹⁰⁴ Art. 718a Abs. 2 OR.

¹⁰⁵ Vgl. Art. 3 Abs. 1 ZGB. Siehe auch BSK OR II-WATTER, Art. 718a N 11.

¹⁰⁶ SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 115; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 114; HÖHN/LANG/ROELLI (FN 16), 482; SCHENKER (FN 2), 624; FRAUENFELDER (FN 2), 143; WATTER/DUBS (FN 7), 1321.

¹⁰⁷ BSK OR II-WATTER, Art. 718a N 5; GERHARD/FÖRRER (FN 7), 21; FRAUENFELDER (FN 2), 172 f.

¹⁰⁸ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 37 N 35 ff.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 16), N 807; BÖCKLI, Aktienrecht 2009 (FN 18), § 7 N 218; SCHENKER (FN 2), 623; WERLEN (FN 44), 184; differenziert, aber im Grundsatz zustimmend WATTER/DUBS (FN 7), 1321.

¹⁰⁹ Art. 754 Abs. 1 OR.

¹¹⁰ BSK OR II-GERICKE/HÄUSERMANN/WALLER, Art. 754 N 3; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSE, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Mit neuem Aktien- und Handelsregisterrecht, 13. Aufl., Bern 2023, N 898 ff.

¹¹¹ Statt vieler BSK OR II-GERICKE/HÄUSERMANN/WALLER, Art. 754 N 13 ff.

nach ihrem Zweck zumindest ebenfalls dazu bestimmt ist, vor einer derartigen Schädigung zu schützen. Gesellschaftsrechtliche Normen dienen meist dem Schutz der Aktionäre, der Gläubiger oder beider. Entsprechend ist diese Voraussetzung im Verantwortungsbereich i.d.R. erfüllt.¹¹²

Vorwegzunehmen ist, dass unzulässige Abwehrmassnahmen bereits aufgrund ihrer Definition eine Gesellschaftsrechtsverletzung voraussetzen.¹¹³ Namentlich bei einem Verstoss gegen die Gesellschaftsinteressen stellt eine unzulässige Abwehrmassnahme daher immer auch eine haftungsbegründende Pflichtverletzung dar.¹¹⁴ Unzulässige Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG setzen dagegen keinen Verstoss gegen die allgemeine aktienrechtliche Ordnung voraus. Durch die derogierend wirkende Kompetenzverschiebung verletzen Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG allerdings die (veränderte) aktienrechtliche Kompetenzordnung. Wie oben dargelegt, bezweckt die übernahmerechtliche Kompetenzverschiebung primär den (Individual-)Schutz der Aktionäre, weshalb es sich klar um eine Schutznorm handelt.¹¹⁵ Entsprechend kann auch die Verletzung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG zur Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats führen.¹¹⁶ Dies mag eine disziplinierende Wirkung haben, kann ein aktuelles Übernahmeverfahren allerdings nicht mehr beeinflussen.¹¹⁷

IV. Vollzug von vorbestehenden Verwaltungsratsbeschlüssen

Wie oben dargelegt, erfasst der Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG nicht bloss den «Beschluss von Rechtsgeschäften», sondern jedes wesentliche exekutive Verhalten der Zielgesellschaft.¹¹⁸ Der Abschluss eines Verpflichtungsgeschäfts kann daher auch dann eine gesetzeswidrige Abwehrmassnahme darstellen, wenn dieses Geschäft vom Verwaltungsrat bereits vor der Veröffentlichung des Kaufangebots beschlossen wurde. Aber auch der Vollzug eines Rechtsgeschäfts ist grundsätzlich als gesetzeswidrige Abwehrmassnahme zu qualifizieren, selbst wenn das zugrundeliegende Rechtsgeschäft bereits vor der Veröffentlichung des Kaufangebots rechtsver-

bindlich abgeschlossen wurde. Bei einer konsequenten Umsetzung dieses Grundsatzes wären Publikumsgeellschaften der ständigen Gefahr ausgesetzt, dass ihre Handlungsfähigkeit in Bezug auf bedeutende Rechtsgeschäfte beschränkt würde und ihnen deshalb Schadenersatzansprüche aus nicht erfüllten Verpflichtungen entstehen würden.

1. Praxis der Übernahmekommission

Gemäss der Praxis der Übernahmekommission kann vom soeben erläuterten Grundsatz abgewichen werden, wenn die Umsetzung eines Verwaltungsratsbeschlusses gegen aussen einen derartigen Grad an Konkretisierung erreicht hat, dass ein Abbruch zu einem Schadenersatzanspruch gegen die Gesellschaft oder zu einem Reputationsschaden führen würde. Voraussetzung für den Ausschluss vom sachlichen Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung ist m.a.W., dass bereits vor Beginn des zeitlichen Anwendungsbereichs eine *konkrete verbindliche Aussenwirkung* eingetreten ist.¹¹⁹ So ist namentlich der Vollzug eines bereits zuvor rechtlich verbindlich abgeschlossenen Verpflichtungsgeschäfts nicht von der Kompetenzverschiebung erfasst. Aber auch der Abschluss von Verpflichtungsgeschäften, die den Aktiv- und Passivbestand der Zielgesellschaft in bedeutender Weise verändern, ist dem Verwaltungsrat erlaubt, sofern der Gesellschaft andernfalls eine Haftung aus culpa in contrahendo oder ein Reputationsschaden drohen würde.

Nicht ausreichend ist dagegen, dass der Verwaltungsrat bereits vor der Veröffentlichung eines Angebots einen Grundsatzentscheid getroffen hat, dieser aber noch keine konkrete verbindliche Aussenwirkung ausgelöst hat.¹²⁰ Eine genügende Aussenwirkung wird auch nicht dadurch begründet, dass der Grundsatzentscheid veröffentlicht wird.¹²¹ Bis heute hat die Übernahmekommission eine vorbestehende konkrete verbindliche Aussenwirkung nur in zwei Fällen anerkannt:

¹¹² Zum Ganzen BSK OR II-GERICKE/HÄUSERMANN/WALLER, Art. 754 N 23; Haftpflichtkommentar-LUTERBACHER, Vor Art. 754–760 OR, N 32.

¹¹³ Vgl. Art. 37 UEV.

¹¹⁴ Eingehend WATTER/DUBS (FN 7), 1322. Siehe auch GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 37 N 37; WERLEN (FN 44), 174 f.

¹¹⁵ Vgl. Ziff. I.1.

¹¹⁶ GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 36 N 115; SCHENKER (FN 2), 624; FRAUENFELDER (FN 2), 145; WATTER/DUBS (FN 7), 1321.

¹¹⁷ SCHENKER (FN 2), 603.

¹¹⁸ Siehe dazu Ziff. II.2.3.b.

¹¹⁹ Zum Ganzen UEK-Verfügung 730/01 i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, N 60; UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.3; UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holding AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.5.

¹²⁰ UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holding AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.5. Bestätigt in UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.4.

¹²¹ UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holding AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.4 f., bei der der Anbieter vor Veröffentlichung seines Angebots selbst als Kaufinteressent an den Verhandlungen über eine potenzielle Transaktion teilnahm. Bestätigt in UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.4. Siehe auch SCHENKER (FN 2), 618.

1.1. Der Fall Alpiq Holding AG

Im Fall Alpiq Holding AG kündigte die Zielgesellschaft vor Veröffentlichung des öffentlichen Kaufangebots an, den Verkauf von zwei tschechischen Kohlekraftwerken mittels Share Deal zu prüfen. Daraufhin wurde ein entsprechender Auktionsprozess lanciert, bei dem verschiedene Kaufinteressenten zu Due Diligence-Prüfungen, Management-Präsentationen und Besichtigungen eingeladen wurden. Während des Auktionsprozesses erfuhr die Zielgesellschaft erstmals vom geplanten Übernahmeangebot, wobei der Zeitplan damals noch nicht konkret war und der Verwaltungsrat davon ausging, dass das Angebot erst nach Vollzug des Verkaufs der Kohlekraftwerke vorangemeldet werden würde. Die Zielgesellschaft schloss daraufhin einen Aktienkaufvertrag mit einem Kaufinteressenten ab. Das Übernahmeangebot wurde dann allerdings – wider Erwarten – noch vor dem Vollzug des Vertrags veröffentlicht.¹²²

Die Übernahmekommission stellte fest, dass sowohl der Grundsatzentscheid über den Verkauf der Kohlekraftwerke als auch das Verpflichtungsgeschäft, d.h. der Aktienkaufvertrag, vor der Veröffentlichung des Kaufangebotes erfolgten und diese daher nicht vom zeitlichen Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung erfasst seien.¹²³ Der Vollzug des Aktienkaufvertrages falle zwar in zeitlicher Hinsicht in den Anwendungsbereich, werde von der Kompetenzverschiebung allerdings ebenfalls nicht erfasst, da der Zielgesellschaft ein erheblicher Schaden drohe, wenn sie den Vertrag nicht erfülle. In dieser drohenden Schadenersatzpflicht erkannte die Übernahmekommission eine konkrete verbindliche Aussenwirkung. Der Vollzug stelle daher keine Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG dar.¹²⁴

1.2. Der Fall Sarna Kunststoff Holding AG

Im Fall Sarna Kunststoff Holding AG fasste und veröffentlichte der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Beschluss, seine Automobilierteilsparte zu verkaufen. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Übernahmeangebots war die Zielgesellschaft noch keine rechtlich verbindliche Verpflichtung eingegangen.¹²⁵ Sie konnte allerdings rechtsgenügend darlegen, dass das Auktionsverfahren bei der Voranmeldung des Angebots soweit fortgeschritten war, dass exklusiv verhandelt wurde und der Verkauf kurz vor dem Abschluss stand.¹²⁶ Die Übernahmekom-

mission hielt fest, dass ein Abbruch der Verhandlungen zu einer Schadenersatzpflicht aus culpa in contrahendo führen könnte und der Verwaltungsratsbeschluss über den Verkauf dementsprechend bereits eine konkrete verbindliche Aussenwirkung erzielt habe. Der Abschluss des Kaufvertrags sowie dessen Vollzug würden daher keine unzulässige Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG darstellen.¹²⁷

Im Unterschied dazu vertrat die Übernahmekommission rund drei Monate zuvor im Fall Leica Geosystems Holding AG die Ansicht, dass ein erfolgter Grundsatzentscheid über den Verkauf eines Geschäftsbereichs noch keine konkrete verbindliche Aussenwirkung erzielt habe, obwohl bereits ein Auktionsverfahren eingeleitet worden war.¹²⁸ Die Kompetenzverschiebung werde auch nicht dadurch gehindert, dass der Anbieter über den Verwaltungsratsbeschluss betreffend den Verkauf des Geschäftsbereichs informiert war und selbst als Kaufinteressent am Auktionsverfahren teilnahm.¹²⁹

2. Würdigung von Literatur und Praxis

Die Praxis der Übernahmekommission wurde in der Literatur weitgehend bestätigt.¹³⁰ Beschlüsse der Zielgesellschaft, die bereits eine konkrete verbindliche Aussenwirkung ausgelöst haben, werden von der Kompetenzverschiebung nicht erfasst. Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäfte fallen nämlich nicht unter den Wortlaut von Art. 132 Abs. 2 FinfraG, sondern geraten erst durch teleologische Extension in den sachlichen Anwendungsbereich der Norm. Diese Extension dient dazu, eine Umgehung durch präventive Verwaltungsratsbeschlüsse zu verhindern.¹³¹ Eine Auslegung, wonach der Vollzug von vorbestehenden Beschlüssen, die bereits eine konkrete verbindliche Aussenwirkung erzielt haben, ebenfalls vom sachlichen Anwendungsbereich erfasst würde, würde den Gesetzeswortlaut daher überspannen. Gleichzeitig würden die Rechtssicherheit und die Handlungsfreiheit der Gesellschaft übermässig beeinträchtigt.

¹²² Zum Ganzen UEK-Verfügung 730/01 i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, Bst. H.

¹²³ UEK-Verfügung 730/01 i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, N 59 i.V.m. N 62.

¹²⁴ UEK-Verfügung 730/01 i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, N 63.

¹²⁵ UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.1.

¹²⁶ UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.4.

¹²⁷ UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.3 f.

¹²⁸ UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holding AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.4 f.

¹²⁹ UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holding AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.4.

¹³⁰ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 132 N 18; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 83; GERICKE/WIEDMER, Kommentar UEV, Art. 35 N 14; OFK FinfraG-VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, Art. 132 N 27; JÖRG/GNOS/OLGIATI (FN 88), N 23.132; GERHARD/FORRER (FN 7), 20; SCHENKER (FN 56), 130; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL (FN 16), 399 f.; SCHENKER (FN 2), 617 f.; ANDRIN SCHNYDRIG/MARKUS VISCHER, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 1192 ff., 1203. Teilweise a.A. MOSER (FN 16), N 229.

¹³¹ Vgl. Ziff. II.2.3.b.

Im Zusammenhang mit vorbestehenden Verwaltungsratsbeschlüssen mit konkreter verbindlicher Aussenwirkung wird in der Lehre teilweise von einer Ausnahme der Übernahmekommission i.S.v. Art. 4 Abs. 1 UEV gesprochen.¹³² Eine Ausnahme ist aber gerade nicht notwendig. Stattdessen werden solche Verwaltungsratsbeschlüsse von vornherein nicht vom Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG erfasst.¹³³

2.1. Gesellschaftsinteresse im Besonderen

MOSER stimmt der Praxis der Übernahmekommission nur teilweise zu. Er verlangt, dass im Einzelfall eine Interessenabwägung erfolgt zwischen den «Interessen der Zielgesellschaft am Vollzug der betreffenden Massnahme und dem Interesse der Angebotsadressaten [den Aktionären], dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Ausgang eines öffentlichen Übernahmeverfahrens nicht in bedeutender Weise präjudiziert».¹³⁴ Der Verwaltungsrat dürfe den Beschluss nur dann ausführen, wenn der Vollzug angesichts des Schadens, der bei einem Nicht-Vollzug zu erwarten wäre, im Gesellschaftsinteresse liege. Diesfalls sei ein Vollzug selbst dann zulässig, wenn das Rechtsgeschäft bewusst zur Abwehr künftiger Übernahmeveruche abgeschlossen worden sei.¹³⁵

In dieser Frage ist dogmatisch klar zu unterscheiden zwischen dem aktienrechtlichen Gesellschaftsinteresse und der kapitalmarktrechtlichen Kompetenzverschiebung. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht steht die Treuepflicht des Verwaltungsrats im Vordergrund. Wenn sich ein Rechtsgeschäft insgesamt negativ auf die Gesellschaftsinteressen auswirkt, hat der Verwaltungsrat dieses Geschäft zu unterlassen, selbst wenn die Gesellschaft dadurch schadenersatzpflichtig wird. Dabei gilt es allerdings zu beachten, dass die Aktionärsinteressen den Gesellschaftsinteressen in der Übernahmesituation nicht gleichzusetzen sind. Selbst bei einer strikten Anwendung des Shareholder Value-Ansatzes ist der Verwaltungsrat verpflichtet, eine langfristige Wertsteigerung anzustreben, nicht bloss eine allfällige Übernahmepremie zu maximieren.¹³⁶ Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht wird das Interesse an der Erfüllung einer Verpflichtung daher regelmässig höher zu werten sein als die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre. Verstösst das Verhalten des Verwaltungsrats gegen das Gesellschaftsinteresse, eröffnet dies aus gesellschaftsrechtlicher Sicht die Möglichkeit einer Verantwortlichkeitsklage. Die Handlungen selbst

bleiben aber grundsätzlich gültig, sofern das treuwidrige Verhalten für die Gegenpartei nicht erkennbar war.¹³⁷

Diese aktienrechtliche Wertung ist klar zu unterscheiden von der kapitalmarktrechtlichen Frage, ob der Verwaltungsrat während der Übernahmedauer überhaupt die Kompetenz hat, einen Beschluss zu vollziehen. Im Unterschied zur gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht zielt die Kompetenzverschiebung nach FinfraG nicht auf das Gesellschaftsinteresse ab, sondern auf die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre einerseits und den Schutz des Anbieters andererseits.¹³⁸ Entgegen der Formulierung von MOSER ist somit nicht das Gesellschaftsinteresse selbst ausschlaggebend für die Kompetenzverschiebung. Vielmehr wird der Vollzug von Beschlüssen, die bereits eine konkrete verbindliche Aussenwirkung erzielt haben, von vornherein nicht vom sachlichen Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG erfasst. Der Vollzug eines Beschlusses, der bewusst zur Abwehr künftiger Übernahmeveruche gefasst wurde, ist dagegen dann als gesetzeswidrig zu betrachten, wenn die Schwelle zur Gesetzesumgehung überschritten wurde. Dabei kann die bewusste Einschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre nicht dadurch kompensiert werden, dass das Verhalten im Gesellschaftsinteresse liegt, da die ratio legis der Kompetenzverschiebung gerade nicht im Schutz der Gesellschaftsinteressen liegt, sondern im Schutz der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre.

Insgesamt ist festzuhalten, dass eine klare Trennung zwischen der kapitalmarktrechtlichen Kompetenzverschiebung und der aktienrechtlichen Treuepflicht vorgenommen werden muss. Der Vollzug von Beschlüssen, die vor der Veröffentlichung des Kaufangebots eine konkrete verbindliche Aussenwirkung erzielt haben, liegt im Kompetenzbereich des Verwaltungsrats, sofern keine Gesetzesumgehung vorliegt. Ob der Verwaltungsrat von dieser Kompetenz tatsächlich Gebrauch machen soll, ist dagegen eine aktienrechtliche Frage, die anhand der Gesellschaftsinteressen zu entscheiden ist. Ein Eingreifen der Übernahmekommission ist in diesem Fall nur zulässig, wenn der Vollzug des Beschlusses offensichtlich das Gesellschaftsinteresse verletzt und damit als unzulässige Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 37 UEV zu qualifizieren ist.

2.2. Haftung aus culpa in contrahendo im Besonderen

Die Praxis der Übernahmekommission, wonach nicht nur bereits abgeschlossene Verpflichtungsgeschäfte, sondern auch die Gefahr einer Haftung aus culpa in contrahendo oder eines Reputationsschadens eine konkrete verbindliche Aussenwirkung schaffen können, ist im

¹³² So JÖRG/GNOS/OLGIATI (FN 88), N 23.132; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 132 N 83.

¹³³ So die klare Formulierung der Übernahmekommission: UEK-Verfügung 730/01 i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, N 63; UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.4.

¹³⁴ MOSER (FN 16), N 229.

¹³⁵ Zum Ganzen MOSER (FN 16), N 229, allerdings unter Angabe von Quellen, die die These des Autors nicht stützen.

¹³⁶ Siehe dazu Ziff. III.1.1.

¹³⁷ Vgl. Ziff. III.1.2.c.

¹³⁸ Siehe dazu Ziff. I.1.

Grundsatz richtig. Es stellt sich allerdings die Frage, inwiefern dies in der Praxis überhaupt relevant ist. Durch die Wesentlichkeitsschwelle werden vom Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG grundsätzlich nur grosse Transaktionen erfasst, wie der Verkauf eines Immobilienportfolios, einer Tochtergesellschaft oder eines ganzen Geschäftsbereichs.¹³⁹ Typischerweise werden im Vorfeld solcher Transaktionen nichtbindende Absichtserklärungen vereinbart, welche oft ausdrücklich vorsehen, dass sich die Parteien bis zur Unterzeichnung des definitiven Vertrags nicht verpflichten wollen. Eine Haftung aus culpa in contrahendo wird dadurch, soweit zulässig,¹⁴⁰ wegbedungen.¹⁴¹

Eine Haftung aus culpa in contrahendo ist theoretisch möglich, wenn (i) die Absichtserklärung keinen solchen Vorbehalt enthält, (ii) die Haftung einen zwingenden Aspekt der culpa in contrahendo betrifft oder (iii) gar keine Absichtserklärung vereinbart wurde. Der Abbruch der Vertragsverhandlungen führt allerdings nicht automatisch zu einem Anspruch. Schliesslich haben die Parteien das Recht, die Verhandlungen auch nach längeren Verhandlungsgesprächen abzubrechen.¹⁴² Ein Anspruch aus culpa in contrahendo entsteht dabei nur, wenn der Grundsatz von Treu und Glauben durch das Verhalten der Zielgesellschaft verletzt wurde.¹⁴³ Ob der Verhandlungsabbruch zu einer Haftung aus culpa in contrahendo führt und dem betreffenden Verwaltungsratsbeschluss dadurch eine konkrete verbindliche Aussenwirkung verleiht, kann somit nicht pauschal angenommen werden, sondern muss im Einzelfall geprüft werden. Dabei ist namentlich zu beachten, dass der Verhandlungspartner bei einer bedeutenden Transaktion üblicherweise über eine grosse Geschäftserfahrung verfügt und von Experten beraten wird. Bei Verhandlungen mit einer Publikumsgesellschaft muss ihm daher bewusst sein, dass die Ver-

öffentlichung eines Kaufangebots jederzeit zu einer Änderung der Interessenlage sowie einer Beschränkung der Handlungsfreiheit der Gegenpartei führen kann.

Ob die Voraussetzungen für eine Haftung aus culpa in contrahendo im oben erläuterten Fall Sarna Kunststoff Holding AG tatsächlich erfüllt gewesen wären, scheint vor diesem Hintergrund fraglich. Zwar waren die Vertragsverhandlungen bereits sehr weit fortgeschritten, angesichts des zwingenden Charakters von Art. 132 Abs. 2 FinfraG wäre eine eingehende Prüfung allerdings trotzdem erforderlich gewesen. Dabei gilt es zu beachten, dass Klagen gestützt auf Ansprüche aus culpa in contrahendo in der Praxis fast nie zielführend sind. Bislang hat das Bundesgericht, soweit erkennbar, in keinem einzigen Fall einen solchen Anspruch eines Unternehmens gegenüber einem anderen Unternehmen bestätigt. Es drängt sich daher die Frage auf, ob die Übernahmekommission eine eingehende Prüfung im vorliegenden Fall unterlassen hat, weil es sich um einen freundlichen Übernahmeversuch handelte.¹⁴⁴

Im Endergebnis lässt sich festhalten, dass die Praxis der Übernahmekommission bezüglich konkreter verbindlicher Aussenwirkung aufgrund einer drohenden Haftung aus culpa in contrahendo im Grundsatz richtig ist. Allerdings darf das Bestehen einer konkreten verbindlichen Aussenwirkung nicht bereits aufgrund fortgeschrittener Vertragsverhandlungen vermutet werden. Vielmehr gilt es das Bestehen eines Anspruchs aus culpa in contrahendo im Einzelfall zu prüfen, wobei die zurückhaltende Praxis des Bundesgerichts zu beachten ist.

¹³⁹ Dies wird belegt durch die Fälle, in denen sich die Übernahmekommission bisher mit dem Vollzug von Grundsatzbeschlüssen des Verwaltungsrates befassen musste: UEK-Verfügung 730/01 i.S. *Alpiq Holding AG* vom 28. Mai 2019, Bst. H; UEK-Empfehlung 0254/01 i.S. *Sarna Kunststoff Holding AG* vom 26. September 2005, E. 6.1; UEK-Empfehlung 0243/01 i.S. *Leica Geosystems Holding AG* vom 22. Juni 2005, E. 2.4.

¹⁴⁰ Vgl. Art. 100 Abs. 1 OR. Siehe auch Urs SCHENKER, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016, 106; CHRISTOPH HEHLI, Die alternativen Rechtsbehelfe des Käufers, Unter besonderer Berücksichtigung der Haftung aus culpa in contrahendo, Zürich 2008, N 490 f.

¹⁴¹ Ausdrücklich in Bezug auf die Verhinderung einer Haftung aus culpa in contrahendo: SCHENKER, Unternehmenskauf (FN 140), 123; PETER R. ISLER, Letter of Intent, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VI*, Zürich 2004, 1 ff., 17. Vgl. auch RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/MATTHIAS WOLF, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2021, N 56 und N 104.

¹⁴² PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/JÖRG SCHMID/SUSAN EMMENEGGER, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, Band I, 11. Aufl. Zürich 2020, N 991; TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 141), N 47; ISLER (FN 141), 17; RUDOLF TSCHÄNI/HAROLD FREY, Streiterledigung in M&A-Transaktionen, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XIII*, Zürich 2010, 33 ff., 54 f.

¹⁴³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 141), N 48. Vgl. auch ISLER (FN 141), 17; TSCHÄNI/FREY (FN 142), 54 f.

¹⁴⁴ Vgl. dazu SCHENKER (FN 2), 618 FN 2720, wo der Autor genau diese Vermutung aufstellt.