Dominik Lusti*

Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates nach Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebotes

Grenzen der Zulässigkeit

Inhaltsübersicht

I. Einführung
II. Grenzen zur Gesetzesumgehung
1. Praxis der Übernahmekommission
2. Vereinbarung einer Break Fee
III. Präventive Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats
1. Bedingte Rechtsgeschäfte und Gesetzesumgehung
1.1. Praxis der Übernahmekommission
1.2. Würdigung
1.3. Ergebnis
2. Bedingte Rechtsgeschäfte und Nichtigkeit
3. Vorratsbeschlüsse der Generalversammlung
IV. Sonderfälle
1. Kontrollwechselklauseln
2. Lock-up-Vereinbarungen
2.1. Lock-up-Vereinbarungen als unmittelbare Abwehrmassnahmen
2.2. Transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarungen
a. Gesellschaftsrechtliche Einordnung
b. Kapitalmarktrechtliche Einordnung
2.3. Lock-up-Vereinbarungen mit einem «White Knight»
2.4. Ergebnis
3. «Pac-Man Defense»
V. Fazit

I. Einführung

Bei öffentlichen Übernahmeversuchen geraten die Interessen des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft regelmässig in Konflikt mit denjenigen der Aktionäre und der Zielgesellschaft selbst. Während ein öffentliches Kaufangebot für die Aktionäre oftmals einen erheblichen Gewinn auf ihre Beteiligung bedeutet, müssen der Verwaltungsrat und die oberste Geschäftsleitung mit dem Verlust ihrer Stellung rechnen. Um zu verhindern, dass der Verwaltungsrat die Transaktion eigenmächtig vereitelt, sieht Art. 132 Abs. 2 FinfraG eine präventive Einschränkung seiner Handlungskompetenzen vor: Er darf von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Endergebnisses keine Rechtsgeschäfte beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert wird.[1]

Zusätzlich hat der Verwaltungsrat auch gesellschaftsrechtliche Schranken zu beachten. Einerseits wird seine Vertretungsbefugnis nicht nur durch die übernahmerechtliche Kompetenzverschiebung beschränkt, sondern auch durch den Zweck und die Interessen der Gesellschaft. Andererseits droht ihm die aktienrechtliche Verantwortlichkeit für Schäden, die er den Aktionären durch pflichtwidriges Verhalten verursacht.[2]

In der letzten Ausgabe dieser Zeitschrift hat der Autor die gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Grundlagen dieser Problematik beleuchtet, wobei insbesondere der Zielkonflikt zwischen Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft und Entscheidungsfreiheit der Aktionäre im Zentrum stand. Im vorliegenden Aufsatz soll darauf aufbauend näher auf praktische Anwendungsfälle und insbesondere auf die Grenzen der Zulässigkeit des Handelns des Verwaltungsrates eingegangen werden.

II. Grenzen zur Gesetzesumgehung

1. Praxis der Übernahmekommission

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft unterliegt der grössten Versuchung, eine Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 132 Abs. 2 FinfraG zu ergreifen, wenn er von einem potenziellen Anbieter kontaktiert wurde, dieser sein Angebot aber noch nicht vorangemeldet hat.[3] Dies liegt daran, dass der zeitliche Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung durch das sog. Stichtagsprinzip klar abgesteckt wird: Er beginnt mit der Veröffentlichung des

---

* 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.

1 Zum Ganzen Dominik Lusti, Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates nach Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebotes, Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundlagen, GesKR 2025, 323 ff.

2 Zum Ganzen Lusti (FN 1), 331 ff.

3 So Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009 (zit. Aktienrecht 2009), § 7 N 189.

Angebots.[4] Gemäss der Übernahmekommission kann jedoch eine zeitliche Vorwirkung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG im Falle einer Gesetzesumgehung gerechtfertigt sein.[5] Eine Gesetzesumgehung liegt gemäss konstanter Rechtsprechung dann vor, wenn ein scheinbar legitimes Mittel verwendet wird, um ein Ergebnis zu erzielen, welches gegen die Ratio der Norm verstösst.[6] Um die Rechtssicherheit sowie die Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft nicht übermässig einzuschränken, verfolgt die Übernahmekommission allerdings eine sehr zurückhaltende Praxis in Bezug auf Umgehungen von Art. 132 Abs. 2 FinfraG. Eine Ausweitung des zeitlichen Anwendungsbereichs komme nur dann in Frage, wenn der Zielgesellschaft ein «substantieller Entschluss des Anbieters» bekannt war.[7]

Das Wissen um einen solchen Übernahmeentschluss führt nicht automatisch zur Ausweitung des zeitlichen Anwendungsbereichs der Kompetenzverschiebung. Vielmehr ist im Einzelfall zu prüfen, ob der Verwaltungsrat durch sein Verhalten eine Einschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre bezweckt oder andere (legitime) Interessen verfolgt hat. Im Fall *Saia-Burgess Electronics Holding AG* ging die Übernahmekommission so weit, dass sie die Vereinbarung von «Golden Parachutes»[8] zwischen der Zielgesellschaft und ihrem Management kurz vor der Veröffentlichung des Kaufangebots nicht als gesetzeswidrige Abwehrmassnahme qualifizierte. Ausschlaggebend hierfür war einerseits, dass nicht genau eruiert werden konnte, wann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vom Anbieter erstmals kontaktiert wurde und andererseits, dass der Entschluss zur Unterbreitung eines Angebots nicht deutlich genug kommuniziert wurde bzw. die Zielgesellschaft die Ernsthaftigkeit des Übernahmeentschlusses des Anbieters nicht einschätzen konnte.[9] Dieser Fall wirft die Frage auf, ob die zurückhaltende Praxis der Übernahmekommission dem Verwaltungsrat vor der Veröffentlichung des Angebots einen zu grossen Handlungsspielraum offenlässt, wie dies namentlich von Böckli im Zusammenhang mit der Theorie der «période suspecte» vertreten wird.[10]

Im Interesse der Rechtssicherheit ist es grundsätzlich zu begrüssen, dass der zeitliche Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung nur restriktiv ausgeweitet wird. Übernahmegerüchte und unverbindliche Gespräche mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sollen diese nicht gleich lahmlegen. Schliesslich kommt es in der Praxis häufig zu Gesprächen über potenzielle Übernahmen, die letztlich nicht zu einem Kaufangebot führen.[11] Diese zurückhaltende Praxis ist gerade deshalb gerechtfertigt, weil der Anbieter bis zur Voranmeldung auch noch nicht an sein Angebot gebunden ist.[12] Im Fall *Saia-Burgess Electronics Holding AG* war die Frage, ob die «Golden Parachutes» als gesetzeswidrige Abwehrmassnahme zu qualifizieren sind, von untergeordneter Bedeutung, da diese offensichtlich gegen die Gesellschaftsinteressen verstiessen und daher bereits aus diesem Grund unzulässig waren.[13] Sofern eine Abwehrmassnahme aber nicht *in offensichtlicher Weise* gegen das Gesellschaftsrecht verstösst und zu einem Zeitpunkt ergriffen wird, in dem der Übernahmeentschluss des Anbieters noch nicht klar kommuniziert wurde, ist ein solches Verhalten aus einer rein übernahmerechtlichen Perspektive zulässig.[14] Innerhalb dieses engen Spielraums hat der Verwaltungsrat die Möglichkeit, die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre zu beschränken. Gleichzeitig hat der Anbieter allerdings die Möglichkeit, ein solches Verhalten durch die Voranmeldung seines Angebots zu verhindern. Schliesslich liegt es im Ermessen des Anbieters, ob dieser die Zielgesellschaft vor Veröffentlichung des Angebots kontaktieren will und dadurch riskiert, dass die Zielgesellschaft präventive Abwehrmassnahmen ergreift, die nach der Veröffentlichung des Angebots nicht mehr zulässig wären. Die Übernahmekommission misst der Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft in dieser Situation daher eine höhere Bedeutung zu als der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre.[15]

2. Vereinbarung einer Break Fee

Spannende Implikationen für die Praxis hat die Frage, inwiefern dieser enge Handlungsspielraum des Verwaltungsrats tatsächlich nutzbar gemacht werden kann. Ein möglicher Anwendungsfall liegt m.E. in der Regelung der Kostentragung bei geplanten Transaktionen, die zu einer wesentlichen Veränderung des Aktiv- und Passiv-

---

4 Vgl. Lusti (FN 1), 327 m.w.H.

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

6 BGE 140 II 233, E. 5.1; BGE 132 III 212, E. 4.1.

7 UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.2.2. Zum Ganzen siehe auch Lusti (FN 1), 327 f.

8 Zum Begriff von «Golden Parachutes»: 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., 122 f.

9 Vgl. UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.2.3.

10 Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), § 7 N 189.

11 Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 625 FN 2754; Christian Moser, Abwehrbeschlüsse der Generalversammlung, Diss. Zürich/St. Gallen 2021, N 215.

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

13 UEK-Empfehlung 249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23. August 2005, E. 1.3.4.

14 Die Kognition der Übernahmekommission beschränkt sich auf offensichtliche Verstösse gegen das Gesellschaftsrecht: Art. 37 UEV. Den betroffenen Parteien bleibt daher nur die Durchsetzung auf dem Zivilweg, welche zu lange dauert, um ein aktuelles Übernahmeverfahren zu beeinflussen: dazu Schenker (FN 11), 603. In Frage kommen daher höchstens Verantwortlichkeitsklagen gegen den Verwaltungsrat.

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

bestands der Zielgesellschaft führen. Bei Verhandlungen über grössere Transaktionen können den Parteien erhebliche Kosten entstehen, namentlich für die Due Diligence. Wird keine abweichende Vereinbarung getroffen, tragen die Parteien ihre Kosten grundsätzlich selbst.[16] Im Rahmen einer Absichtserklärung hat die Zielgesellschaft allerdings die Möglichkeit, sich für den Fall des Abbruchs der Verhandlungen zu verpflichten, die Kosten der Gegenpartei ganz oder teilweise zu übernehmen.[17] Diese Verpflichtung kann auch in Form einer Konventionalstrafe pauschalisiert werden. Durch eine solche Vereinbarung kann einem Verwaltungsratsbeschluss über eine anstehende Transaktion eine konkrete verbindliche Aussenwirkung verliehen werden, da der Abbruch der Umsetzung aufgrund dieser Verpflichtung zu einer Schadenersatzpflicht der Zielgesellschaft führen würde. Befindet sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in der Verhandlung über eine Transaktion, die eine bedeutende Veränderung des Aktiv- und Passivbestands bewirken würde, und erfährt er in dieser Situation von einem potenziellen Übernahmeversuch, hat er somit unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit, sich durch eine Vereinbarung über die Kostenverteilung den Abschluss dieser Transaktion während des Übernahmeverfahrens vorzubehalten, indem er sich für den Fall des Abbruchs der Verhandlungen zur Bezahlung einer Konventionalstrafe verpflichtet.[18]

Während Vereinbarungen über die Kostentragung in der Form von sog. Break Fees bei öffentlichen Übernahmen regelmässig vereinbart werden, ist es bei privaten Transaktionen eher untypisch, dass sich der Verkäufer verpflichtet, bei einem Scheitern der Transaktion die Kosten der Gegenpartei zu tragen.[19] Damit eine solche Vereinbarung nicht gegen die Gesellschaftsinteressen verstösst, muss das dadurch eingegangene Risiko durch entsprechende wirtschaftliche Vorteile gerechtfertigt sein. Entscheidet sich der Verwaltungsrat dagegen nur zur Vereinbarung einer Break Fee, um einen potenziellen Übernahmeversuch abzuwehren, dürfte dies regelmässig einen offensichtlichen Verstoss gegen das Gesellschaftsrecht darstellen. Entsprechend wäre das oben beschriebene Vorgehen unter diesen Umständen als unzulässige Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 37 UEV zu qualifizieren.[20]

Wird eine Break Fee für eine Transaktion der Zielgesellschaft mit einem Dritten vereinbart, nachdem der Zielgesellschaft bereits ein substantieller Übernahmeentschluss kommuniziert wurde, ist zusätzlich zu prüfen, ob eine Gesetzesumgehung vorliegt. Hat die Zielgesellschaft einer Break Fee zugestimmt, weil die Gegenpartei ansonsten zu Verhandlungen über eine Transaktion, die im Gesellschaftsinteresse liegt, gar nicht erst bereit gewesen wäre, dürfte grundsätzlich – trotz der Kenntnis des Übernahmeentschlusses – keine Gesetzesumgehung vorliegen. Hat der Verwaltungsrat dagegen die Vereinbarung einer Break Fee aus eigener Initiative vorgeschlagen, damit er die Kompetenz über den Vollzug der Transaktion auch nach Veröffentlichung des öffentlichen Kaufangebots behält und diese Kompetenz potenziell zur Abwehr des Übernahmeversuchs nutzen kann, ist grundsätzlich von einer Gesetzesumgehung auszugehen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der Verwaltungsrat die Vereinbarung einer Break Fee verwenden kann, um die Beschränkung seiner Kompetenzen im Zusammenhang mit einer konkreten Transaktion auf rechtlich zulässige Weise zu vermeiden. Zulässig ist dies allerdings nur dann, wenn die Break Fee auch tatsächlich im Gesellschaftsinteresse liegt und der Verwaltungsrat dabei nicht die Grenze zur Gesetzesumgehung überschreitet. Je konkreter der Anbieter seinen Übernahmeentschluss kommuniziert, umso enger wird daher der Handlungsspielraum der Zielgesellschaft.

III. Präventive Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats

Für die Frage, ob ein vorbestehender Verwaltungsratsbeschluss nach Veröffentlichung eines Angebots vollzogen werden darf, ist das Vorbestehen einer konkreten verbindlichen Aussenwirkung ausschlaggebend.[21] Besonders kritisch sind in diesem Zusammenhang Rechtsgeschäfte, die auf den Vollzug eines Übernahmeangebots bedingt sind oder einen anderen Übernahmebezug aufweisen. Der sachliche Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG erfasst zwar sowohl aufschiebend wie auch auflösend bedingte Rechtsgeschäfte,[22] der zeitliche Anwendungsbereich ist aber grundsätzlich auf die Zeit nach der Veröffentlichung eines Angebots beschränkt. Indem der Verwaltungsrat den Vollzug eines Rechtsgeschäfts von der Publikation oder vom Vollzug eines Übernahmeangebots abhängig macht, kann er daher

16 Ausdrücklich Peter R. Isler, Letter of Intent, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 1 ff., 8.

17 Isler (FN 16), 8 f.; Rudolf Tschäni/Harold Frey/Dominique Müller, Streitigkeiten aus M&A-Transaktionen, Zürich/Basel/Genf 2013, N 31 ff.

18 Zum Begriff der konkreten verbindlichen Aussenwirkung Lusti (FN 1), 334 f.

19 Vgl. Isler (FN 16), 8 f.; Tschäni/Frey/Müller (FN 17), N 31.

20 Vgl. dazu Lusti (FN 1), 331.

21 Vgl. dazu Lusti (FN 1), 334 f.

22 Frank Gerhard/Lucas Forrer, Die Zielgesellschaft – ein erstarrtes Kaninchen vor der Schlange?, GesKR 2020, 3 ff., 21; Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), § 7 N 201; 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, 278 f.; 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, 30.

sozusagen Abwehrmassnahmen «auf Vorrat» treffen, indem er bedingte Rechtsgeschäfte abschliesst, die sofort zu einer konkreten verbindlichen Aussenwirkung führen, deren Rechtswirkung aber erst in der Übernahmesituation eintritt. Ein Beispiel eines solchen Vorratsbeschlusses wäre der Verkauf von attraktiven Vermögensbestandteilen der Gesellschaft, bedingt auf den Vollzug eines Übernahmeangebots. Durch eine solche Vereinbarung wird es potenziellen Anbietern verunmöglicht, die Zielgesellschaft zusammen mit ihren «Kronjuwelen» durch ein öffentliches Kaufangebot zu übernehmen, wodurch die Attraktivität einer Übernahme erheblich geschwächt würde.

Aufgrund dieser Verwendungsmöglichkeit besteht im Zusammenhang mit bedingten Rechtsgeschäften ein erhöhtes Missbrauchspotenzial. Besonders problematisch ist hierbei, dass eine Umgehung der Kompetenzverschiebung mittels Abwehrmassnahmen auf Vorrat durch die Praxis der Übernahmekommission zur Gesetzesumgehung nicht verhindert werden kann. Da die bedingten Rechtsgeschäfte ihre Wirkung erst im Übernahmefall entfalten, kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Abwehrmassnahmen unabhängig von einem konkreten Übernahmeversuch beschliessen. Das Kriterium der Kenntnis eines substantiellen Übernahmeentschlusses erweist sich daher als nutzlos. Ob und inwieweit solche bedingten Rechtsgeschäfte des Verwaltungsrats mit einem Übernahmebezug zulässig sind, konnte bisher nicht abschliessend beantwortet werden. In diesem Zusammenhang ergeben sich gleich mehrere gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Komplikationen.

1. Bedingte Rechtsgeschäfte und Gesetzesumgehung

Der wohl überwiegende Teil der Lehre hält bedingte Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug für gesetzeswidrig, da diese eine Umgehung der Kompetenzverschiebung darstellen würden, und zwar unabhängig davon, ob der Zielgesellschaft im Abschlusszeitpunkt ein Übernahmeentschluss bekannt ist.[23] Tatsächlich erscheint es offensichtlich, dass solche Geschäfte den Zweck von Art. 132 Abs. 2 FinfraG umgehen, da sich der Verwaltungsrat damit den Vollzug von Abwehrmassnahmen vorbehält, die in der Übernahmesituation gerade nicht in seinem Kompetenzbereich liegen sollten. Gerhard/Forrer konkretisieren diese Auffassung dahingehend, dass solche bedingten Rechtsgeschäfte nur dann als Gesetzesumgehung zu qualifizieren seien, wenn die Umgehungsintention des Verwaltungsrates «klar und ohne Zweifel zutage tritt».[24]

1.1. Praxis der Übernahmekommission

Die Übernahmekommission scheint dies anders zu werten. Wie in Ziff. II.1 erläutert, erachtet sie auch präventive Abwehrmassnahmen im Hinblick auf einen potenziellen Übernahmeversuch als zulässig, solange der Zielgesellschaft kein substantieller Übernahmeentschluss bekannt ist. Einerseits wertet sie das Rechtssicherheitsinteresse und die Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft höher, andererseits könne sich der Anbieter schützen, indem er das Angebot rechtzeitig voranmeldet.[25] So hat die Übernahmekommission im Fall *Saia-Burgess Electronics Holding AG* im Abschluss von «Golden Parachutes» mit dem Management keine Gesetzesumgehung erkannt, obwohl diese teilweise direkt auf den Vollzug eines Übernahmeangebots bedingt waren[26] und eine Umgehungsintention klar zutage getreten ist.

Die zurückhaltende Praxis der Übernahmekommission zeigte sich auch im Fall *Charles Vögele Holding AG*. Bei dieser Transaktion hat sich die Zielgesellschaft nur drei Tage vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots verpflichtet, beinahe ihr gesamtes Immobilienportfolio im Wert von CHF 170 Mio. an einen Dritten zu veräussern, wobei der Vollzug dieser Transaktion unter der Bedingung stand, dass das (zu diesem Zeitpunkt noch nicht veröffentlichte) Angebot vollzogen wird.[27] Hintergrund dieses bedingten Rechtsgeschäfts war, dass der Anbieter nur an einem Teil des operativen Geschäfts der Zielgesellschaft interessiert war, nicht aber an deren Immobiliengeschäft.[28] Die Übernahmekommission stellte fest, dass ein solches bedingtes Kaufgeschäft potenziell als «Poison Pill» wirken könne, der zeitliche Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG allerdings noch nicht eröffnet gewesen sei, weshalb keine Abwehrmassnahme vorliege.[29] Ob eine Gesetzesumgehung vorliegt, hat die Übernahmekommission gar nicht erst geprüft, obwohl der Zielgesellschaft in diesem Fall offensichtlich ein substantieller Übernahmeentschluss der Anbieterin bekannt war. Schliesslich war das bevorstehende Angebot gerade der Grund für das fragliche Rechtsgeschäft.

---

23 Gerhard/Forrer (FN 22), 22; Gilles Pitschen, Börse und Unternehmen. Unternehmensverfassung von der Kotierung zur Dekotierung, Diss. Zürich 2013, 286; Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Tino Gaberthüel, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2020, N 786; dagegen noch offen gelassen durch Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, 51 ff., 63 FN 51; unklar, aber wohl a.A. Schenker (FN 11), 665.

24 Gerhard/Forrer (FN 22), 22.

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

26 Vgl. Peter Nobel, in: Aebi-Müller/Müller (Hrsg.), Das Aktienrecht: Systematische Darstellung, Berner Kommentar, Bern 2017, § 8 N 188.

27 UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, Bst. E.

28 UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, N 35.

29 UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, N 37.

Nach den im Fall *Saia-Burgess Electronics Holding AG* erarbeiteten Grundsätzen wäre die Immobilientransaktion daher potenziell als Gesetzesumgehung zu qualifizieren gewesen.[30] Der Entscheid der Übernahmekommission ist wohl darauf zurückzuführen, dass es sich um ein freundliches Angebot handelte und der Verkauf des Immobilienportfolios sogar eine Angebotsbedingung darstellte.[31]

1.2. Würdigung

Aus den Fällen *Saia-Burgess Electronics Holding AG* und *Charles Vögele Holding AG* geht eindeutig hervor, dass die Übernahmekommission bedingte Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug *dem Grundsatz nach* für zulässig hält und diese nicht zwingend als eine Gesetzesumgehung qualifiziert. Gleichzeitig scheint die Übernahmekommission eine bewusste Umgehung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG im Rahmen von freundlichen Übernahmen selbst dann als zulässig zu erachten, wenn der Zielgesellschaft bereits ein substantieller Übernahmeentschluss bekannt war. Aufgrund des kurzen Zeitabschnitts zwischen Vertragsschluss mit der Drittpartei und Voranmeldung sowie dem engen sachlichen Bezug des bedingten Rechtsgeschäfts zum Übernahmeangebot ist es offensichtlich, dass der Verwaltungsrat im Fall *Charles Vögele Holding AG* das Rechtsgeschäft bewusst vor der Voranmeldung geschlossen hat, um den zeitlichen Anwendungsbereich der Kompetenzverschiebung zu umgehen und dadurch zu verhindern, dass der bedingte Verkauf des Immobilienportfolios der Generalversammlung zur Genehmigung hätte vorgelegt werden müssen.

M.E. war der Entscheid der Übernahmekommission im Fall *Charles Vögele Holding AG* im Ergebnis richtig, wurde allerdings falsch begründet. Hätte der Verkauf des Immobilienportfolios tatsächlich eine objektive Abwehreignung aufgewiesen, so hätte diese Massnahme aufgrund der Nähe zur Veröffentlichung des Angebots sowie der klaren Umgehungsintention als eine Gesetzesumgehung qualifiziert werden müssen. Das konkrete Übernahmeangebot wurde durch den Verkauf des Immobilienportfolios allerdings nicht erschwert, sondern vielmehr gefördert. Gleichzeitig war der Verkauf auch nicht geeignet, potenzielle Konkurrenzanbieter abzuschrecken, da der Vollzug des Immobilienverkaufs auf den Vollzug eines bestimmten Übernahmeangebots bedingt war, nicht auf einen Kontrollwechsel im Allgemeinen.[32] Entgegen der Auffassung der Übernahmekommission fehlte es dem bedingten Rechtsgeschäft daher von vornherein an der objektiven Abwehreignung, da es nicht geeignet war, das vorliegende Angebot zu erschweren oder zu verhindern und potenzielle weitere Angebote durch das Rechtsgeschäft nicht berührt wurden. Eine Gesetzesumgehung fällt somit von vornherein ausser Betracht, da der Zweck von Art. 132 Abs. 2 FinfraG aufgrund der fehlenden Abwehreignung der Massnahme überhaupt nicht beeinträchtigt wurde.

1.3. Ergebnis

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass bedingte Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug nicht per se eine Gesetzesumgehung darstellen. Eine dahingehende Auslegung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG würde die Handlungsfreiheit von Publikumsgesellschaften zu stark einschränken.[33] Andererseits erweist sich das Kriterium der Kenntnis eines substantiellen Übernahmeentschlusses nicht als geeignet, um eine Gesetzesumgehung durch bedingte Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug zu verhindern. Da Abwehrmassnahmen durch bedingte Rechtsgeschäfte bereits auf Vorrat beschlossen werden können, weil sie ihre Wirkung erst in der Übernahmesituation entfalten, kann der Anbieter derartige Abwehrmassnahmen nicht durch die rechtzeitige Voranmeldung seines Angebots verhindern.[34] Daher ist eine Gesetzesumgehung bei bedingten Rechtsgeschäften mit Übernahmebezug nicht nur dann zu prüfen, wenn der Zielgesellschaft bereits ein substantieller Übernahmeentschluss eines potenziellen Anbieters bekannt war. Stattdessen muss verstärkt auf den Zweck von Art. 132 Abs. 2 FinfraG abgestellt werden. Eine Umgehungsintention des Verwaltungsrats zeigt sich namentlich anhand der folgenden beiden Kriterien: Einerseits ist zu prüfen, ob das bedingte Rechtsgeschäft die Interessen verletzt, deren Schutz die Kompetenzverschiebung bezweckt.[35] Andererseits tritt die Umgehungsintention des Verwaltungsrates besonders deutlich zutage, wenn ein Rechtsgeschäft gemessen an den Gesellschaftsinteressen sachlich nicht gerechtfertigt ist, sondern primär den Interessen des Managements dient.[36] Ob tatsächlich eine Gesetzesumgehung vorliegt, ist im Einzelfall anhand dieser beiden Kriterien festzu-

---

30 Vgl. Ziff. II.1.

31 So auch Gerhard/Forrer (FN 22), 21.

32 UEK-Verfügung 0638/03 i.S. *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016, N 35.

33 Beispielsweise wäre es Publikumsgesellschaften generell untersagt, Kontrollwechselklauseln zu vereinbaren, was im Einzelfall wirtschaftlich sinnvolle Geschäfte verhindern könnte (vgl. dazu Ziff. IV.1).

34 Die Übernahmekommission scheint das Kriterium des substantiellen Übernahmeentscheids dagegen als ausreichend zu erachten. Dieses Abgrenzungskriterium hat sie nämlich im Fall Saia-Burgess Electronics Holding AG geschaffen, bei der der Verwaltungsrat auch Abwehrmassnahmen implementiert hat, die zumindest teilweise auf den Vollzug einer Übernahme bedingt waren. Vgl. dazu Nobel (FN 26), § 8 N 188.

35 Nach der hier vertretenen Auffassung handelt es sich dabei primär um die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre. Zusätzlich ist aber auch das Vertrauen des Anbieters, tatsächlich zu erhalten, wofür er geboten hat, zu berücksichtigen. In beiden Fällen sind sowohl individual- wie auch funktionenschützende Aspekte zu beachten: vgl. Lusti (FN 1), 324 f.

36 So auch Jrena Frauenfelder, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 9 BEHG, Diss. Zürich 2001, 172.

stellen, wobei eine Gesamtbetrachtung vorzunehmen ist. Um die Rechtssicherheit trotz dem dadurch geschaffenen Erfordernis einer starken Einzelfallbetrachtung nicht übermässig zu beeinträchtigen, ist aber auch im Zusammenhang mit bedingten Rechtsgeschäften eine gewisse Zurückhaltung angezeigt.[37]

Eine Besonderheit von bedingten Rechtsgeschäften mit Übernahmebezug liegt darin, dass es in diesem Kontext ausnahmsweise zulässig sein kann, zu berücksichtigen, ob ein Übernahmeversuch freundlich oder feindlich erfolgt und ob der Anbieter der betreffenden Massnahme zustimmt.[38] Wird ein Rechtsgeschäft nämlich auf den Vollzug eines *bestimmten* Übernahmeangebots bedingt, weist dieses Rechtsgeschäft, wie in Ziff. III.1.2 anhand des Beispiels *Charles Vögele Holding AG* aufgezeigt, keine Abwehreignung in Bezug auf potenzielle weitere Angebote auf. Entsprechend kann die objektive Abwehreignung eines auf einen bestimmten Übernahmeversuch bedingten Rechtsgeschäfts entfallen, wenn der betreffende Anbieter diesem Rechtsgeschäft zustimmt.

2. Bedingte Rechtsgeschäfte und Nichtigkeit

Die bedingte Veräusserung von Tochtergesellschaften oder ganzen Betriebsteilen im Fall eines feindlichen Übernahmeversuchs ist meist Teil einer «Crown Jewel Defense» oder einer «Scorched Earth Policy», welche darauf abzielen, die Zielgesellschaft für den Anbieter unattraktiv zu machen.[39] Solche radikalen Massnahmen stehen oft in einem Konflikt mit den Gesellschaftsinteressen, namentlich wenn diese aufgrund des drohenden feindlichen Übernahmeversuchs übereilt oder zu einem zu tiefen Preis erfolgen.[40] Sofern die Verletzung der Gesellschaftsinteressen offensichtlich ist, führt dies dazu, dass das bedingte Rechtsgeschäft ohnehin als unzulässige Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 37 UEV zu qualifizieren ist. Im Unterschied zu Art. 132 Abs. 2 FinfraG ist das Verbot unzulässiger Abwehrmassnahmen nämlich nicht auf einen bestimmten Zeitraum begrenzt.[41]

Gleichzeitig dürfte das pflichtwidrige Vorgehen des Verwaltungsrates in solchen Fällen für den Vertragspartner des bedingten Rechtsgeschäfts oftmals leicht zu erkennen sein, namentlich da der Vertragspartner bei derartigen Transaktionen üblicherweise über eine wesentliche Geschäftserfahrung verfügt. Entsprechend dürfte das bedingte Rechtsgeschäft meist ohnehin nichtig sein, wenn der Verwaltungsrat beispielsweise versucht, mittels bedingter Veräusserung von wesentlichen Aktiven unter ihrem Wert einen feindlichen Übernahmeversuch zu verhindern.[42] Zuletzt kann der Verwaltungsrat für ein solches Verhalten auch verantwortlichkeitsrechtlich belangt werden.[43]

Nicht zutreffend ist dagegen die Auffassung von Moser, wonach der Verwaltungsrat von vornherein nicht über die Kompetenz verfüge, Rechtsgeschäfte abzuschliessen, die unter der Bedingung stehen, dass ein feindliches Übernahmeangebot publiziert wird, da das Rechtsgeschäft erst zu einem Zeitpunkt rechtswirksam werde, zu welchem dem Verwaltungsrat diese Kompetenz durch Art. 132 Abs. 2 FinfraG bereits entzogen worden sei.[44] Massgeblich ist der Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäfts und nicht erst der Eintritt der Rechtswirkung im Moment, in dem die Bedingung erfüllt wurde.[45] Sofern der Eintritt der Rechtswirkung nämlich nicht vom Willen der Zielgesellschaft abhängig ist, entsteht bereits im Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäfts eine konkrete verbindliche Aussenwirkung. Anders wäre die Situation dann zu werten, wenn das Rechtsgeschäft der Zielgesellschaft selbst ein Verkaufsrecht einräumt. Unter diesen Umständen würde die konkrete verbindliche Aussenwirkung erst durch die Ausübung des Verkaufsrechts eintreten. Zu diesem Zeitpunkt hätte der Verwaltungsrat aufgrund der Kompetenzverschiebung aber nicht mehr die Kompetenz zur Ausübung dieses Rechts.

Zuletzt besteht beim Verkauf von Tochtergesellschaften oder ganzen Betriebsteilen, welche einzig der Abwehr eines feindlichen Übernahmeversuchs dienen, die Gefahr, dass ein solches Vorgehen im Extremfall als (zweckwidrige) faktische Teilliquidation zu qualifizieren ist. Zweckwidrige Handlungen des Verwaltungsrates sind in jedem Fall nichtig, weshalb das bedingte Rechtsgeschäft auch in derartigen Konstellationen keine Rechtswirkung erzielen kann.[46]

3. Vorratsbeschlüsse der Generalversammlung

Gemäss dem Gesetzeswortlaut von Art. 132 Abs. 2 Satz 2 FinfraG darf der Verwaltungsrat Beschlüsse der Generalversammlung vollziehen, unabhängig davon, ob sie vor

---

37 Ebenso Gerhard/Forrer (FN 22), 22.

38 Aufgrund des zwingenden Charakters von Art. 132 Abs. 2 FinfraG ist dies grundsätzlich nicht zulässig: Lusti (FN 1), 328.

39 Stephan Werlen, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. Zürich 2001, 100 ff., siehe auch Schenker (FN 11), 664 f.

40 Schenker (FN 11), 664 f.; Frauenfelder (FN 36), 172.

41 Siehe dazu Lusti (FN 1), 331.

42 Frauenfelder (FN 36), 172 f.; Gerhard/Forrer (FN 22), 21.

43 Dabei ist zu beachten, dass auch ein Verkauf zu Verkehrswerten nicht zwingend im Gesellschaftsinteresse liegt. Verkauft der Verwaltungsrat wesentliche Betriebsteile zum Verkehrswert, um die Selbständigkeit der Gesellschaft zu erhalten, können die Aktionäre unter Umständen einen Schaden aus der verpassten Übernahmeprämie ableiten: dazu Rolf Watter, Unternehmensübernahmen. Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Habil. Zürich 1990, N 796.

44 Moser (FN 11), N 219 FN 965.

45 So ausdrücklich Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), N 201; zustimmend ZK OR-Bühler, Art. 717 N 226. Vgl. auch Bernet (FN 22), 278 f.

46 Zum Ganzen Lusti (FN 1), 332 f. Siehe auch Werlen (FN 39), 102.

oder nach der Veröffentlichung des Angebots gefasst wurden.[47] Sofern durch den Beschluss eine bedeutende Veränderung des Aktiv- und Passivbestands der Gesellschaft bewirkt wird, sind die Möglichkeiten der Generalversammlung, präventive Abwehrmassnahmen im Voraus zu beschliessen, allerdings beschränkt. Da es sich bei Art. 132 Abs. 2 FinfraG um eine zwingende Regelung handelt, kann die Generalversammlung nicht präventiv alle Abwehrmassnahmen genehmigen, die der Verwaltungsrat nach Veröffentlichung eines künftigen Übernahmeangebots einzusetzen gedenkt. Andernfalls würde die Kompetenzverschiebung faktisch ausser Kraft gesetzt, was deren Zweck widersprechen würde.[48] Präventive Abwehrmassnahmen der Generalversammlung, die den Aktiv- und Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändern, müssen daher ein hinreichend bestimmtes Geschäft betreffen. Sofern diese Voraussetzung erfüllt ist, gelten sog. Vorratsbeschlüsse der Generalversammlung nach herrschender Lehre aber als zulässig, wobei dies teilweise an ein Statutenerfordernis geknüpft wird.[49] Die Übernahmekommission hat die Zulässigkeit von hinreichend bestimmten Vorratsbeschlüssen der Generalversammlung im Fall *Kaba Holding AG* bestätigt und weiter konkretisiert.[50]

Präventive Abwehrmassnahmen der Generalversammlung dürften in der Praxis selten sein. Schliesslich können die Aktionäre eine Übernahme verhindern, indem sie ihre Aktien schlicht nicht andienen. Vorratsbeschlüsse der Generalversammlung im Zusammenhang mit Art. 132 Abs. 2 FinfraG zielen daher typischerweise darauf ab, den Vollzug eines grösseren Geschäfts zu sichern, welches durch einen potenziellen Übernahmevorgang unterbrochen würde.[51]

IV. Sonderfälle

1. Kontrollwechselklauseln

Eine besondere Art von bedingten Rechtsgeschäften mit Übernahmebezug sind Kontrollwechselklauseln. Wichtige Verträge sehen teilweise ein einseitiges Kündigungsrecht oder sogar die Auflösung des Vertrags vor für den Fall eines Kontrollwechsels bei einer Vertragspartei. Solche Bestimmungen sind namentlich in langfristigen Lizenz-, Vertriebs- oder Finanzierungsverträgen sowie in Joint Venture-Vereinbarungen oder Arbeitsverträgen anzutreffen.[52] Auf den ersten Blick erscheinen Klauseln, die an einen Kontrollwechsel bei einer Publikumsgesellschaft anknüpfen, primär als «Poison Pill», da sie eine Schädigung der Zielgesellschaft im Fall einer Übernahme vorsehen und dadurch ihre Attraktivität senken. Gerade bei langfristigen und bedeutenden Verträgen hat die Vertragsgegenseite allerdings regelmässig ein legitimes Interesse an einer solchen Bestimmung. Die Vereinbarung einer Kontrollwechselklausel kann daher durchaus im Interesse der Zielgesellschaft liegen, wenn dadurch ein Vertragsverhältnis erst ermöglicht wird oder ein Vertrag zu wesentlich attraktiveren Bedingungen abgeschlossen werden kann.[53] Ausserdem dürfte die Gegenpartei in den meisten Fällen auf einer gegenseitigen Kontrollwechselklausel beharren, wenn sich die Zielgesellschaft selbst gegen einen Kontrollwechsel bei der Vertragsgegenseite absichern will. Wie in Ziff. III.1.3 erläutert, sind bedingte Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug nicht per se unzulässig. Die Zulässigkeit von Kontrollwechselklauseln ist daher im Einzelfall anhand der konkreten Umstände zu prüfen.

Betreffend die Zulässigkeit von Kontrollwechselklauseln ist zu unterscheiden zwischen gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Hürden. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht ist primär das Gesellschaftsinteresse massgeblich. Entscheidend ist somit, ob die wirtschaftlichen Vorteile, die der Gesellschaft durch die Vereinbarung der Kontrollwechselklausel ermöglicht werden, die potenziellen Nachteile, die bei Auslösung der Kontrollwechselklausel eintreten, überwiegen.[54] Liegt eine Kontrollwechselklausel nicht im Gesellschaftsinteresse, kann dies unter Umständen zur Nichtigkeit der Bestimmung führen, wenn dies für die Gegenpartei erkennbar gewesen ist.[55] Bei Kontrollwechselklauseln in Joint Venture-Vereinbarungen ist zusätzlich die Zweckgrenze zu beachten: Wird der Gegenpartei für den Fall eines

---

47 Gericke/Wiedmer, Kommentar UEV, Art. 36 N 28; Moser (FN 11), N 357; Gerhard/Forrer (FN 22), 6; Dieter Dubs, Genehmigtes Kapital als Abwehrmassnahme, GesKR 2006, 43 ff., 51; Urs Schenker, Der Erwerb von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften, Die Regeln zur Meldepflicht und zu öffentlichen Übernahmen, Zürich 2014, 129 f.; Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), § 7 N 216; Bernet (FN 22), 289; 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., 65.

48 Gericke/Wiedmer, Kommentar UEV, Art. 36 N 27; Gerhard/Forrer (FN 22), 6; Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), § 7 N 216; Schenker (FN 11), 621; Rolf Watter/Dieter Dubs, Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, AJP 1998, 1308 ff., 1319; Bernet (FN 22), 291.

49 Zum Ganzen Gericke/Wiedmer, Kommentar UEV, Art. 36 N 28; Moser (FN 11), N 357; Gerhard/Forrer (FN 22), 6; Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), § 7 N 216 f.; Bernet (FN 22), 290; Frauenfelder (FN 36), 128 ff.; Watter/Dubs (FN 48), 1319.

50 UEK-Verfügung 600/01 i.S. *Kaba Holding AG* vom 22. April 2015, N 25 ff., namentlich N 28. Erläuternd Gerhard/Forrer (FN 22), 7 f.

51 Vgl. UEK-Verfügung 600/01 i.S. *Kaba Holding AG* vom 22. April 2015, Bst. D ff.

52 Schenker (FN 11), 665; Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem, Das Defence- bzw. M&A-Manual, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2008, 97 ff., 125; Frauenfelder (FN 36), 173 f.; Watter (FN 43), N 468 f.; Moser (FN 11), N 255.

53 Vgl. Watter (FN 43), N 782; Schenker (FN 11), 665.

54 Schenker (FN 11), 665 FN 2923; vgl. auch Roland Müller/Lorenz Lipp/Adrian Plüss, Der Verwaltungsrat – Band I. Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 5. Aufl., Zürich 2021, N 7.307.

55 Ebenso Frauenfelder (FN 36), 173.

Kontrollwechsels ein Kaufrecht an den Beteiligungen am Joint Venture eingeräumt oder wird sogar eine bedingte Übertragung der Beteiligungen vereinbart, kann dies im Extremfall zu einer zweckwidrigen faktischen Teilliquidation führen, was ebenfalls die Nichtigkeit der Vereinbarung bewirkt.[56] Zuletzt ist zu beachten, dass sich der Verwaltungsrat der Gefahr einer Verantwortlichkeitsklage aussetzt, wenn er Vereinbarungen trifft, die gegen das Gesellschaftsinteresse verstossen.[57]

Komplexer ist dagegen die Frage, wie Kontrollwechselklauseln aus kapitalmarktrechtlicher Sicht zu beurteilen sind. Klar ist, dass eine solche Bestimmung eine unzulässige Abwehrmassnahme darstellt, wenn sie in offensichtlicher Weise gegen die Gesellschaftsinteressen verstösst.[58] Eine differenzierte Betrachtungsweise ist dagegen in Bezug auf die Kompetenzverschiebung nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG nötig. Da es sich bei Kontrollwechselklauseln um bedingte Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug handelt, kann nach der hier vertretenen Auffassung eine Gesetzesumgehung auch dann vorliegen, wenn der Zielgesellschaft im Zeitpunkt des Vertragsschlusses kein substantieller Übernahmeentschluss eines potenziellen Anbieters bekannt war.[59] Voraussetzung ist aber selbstverständlich auch hier, dass die Klausel überhaupt eine wesentliche Veränderung des Aktiv- und Passivbestands der Zielgesellschaft bewirkt.

Klare Indizien für eine Gesetzesumgehung liegen vor, wenn die Aufnahme einer *einseitigen* Kontrollwechselklausel – bedingt auf einen Kontrollwechsel bei der Zielgesellschaft – nicht auf Initiative der Gegenpartei, sondern der Zielgesellschaft selbst erfolgt ist[60] oder wenn die Vertragsbestimmung im Fall eines Kontrollwechsels das automatische Dahinfallen des Vertrags vorsieht.[61] Da ein solches Verhalten bzw. eine solche Bestimmung in der Regel nicht sachlich gerechtfertigt werden kann, tritt der Abwehrwille des Verwaltungsrats in diesen Situationen klar zutage. Auch eine Bestimmung, die im Fall eines Kontrollwechsels bei der Zielgesellschaft dieser selbst ein Kündigungsrecht einräumt, wäre grundsätzlich als eine Gesetzesumgehung zu werten.[62] Der Verwaltungsrat hätte in diesem Fall aber aufgrund der Kompetenzverschiebung gar nicht die Kompetenz, das Kündigungsrecht nach Veröffentlichung des Kaufangebots noch auszuüben, weshalb eine solche Vereinbarung letztlich keine Abwehreignung aufweist.[63]

Bestehen dagegen keine Indizien für eine Gesetzesumgehung, muss es auch Publikumsgesellschaften möglich sein, die wirtschaftlichen Vorteile von Kontrollwechselklauseln zu nutzen. Art. 132 Abs. 2 FinfraG zielt nämlich gerade nicht darauf ab, die Handlungsfreiheit von Publikumsgesellschaften in allgemeiner Weise zu beschränken, sondern nur soweit dies zum Schutz der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre vor den Eigeninteressen des Verwaltungsrats notwendig ist.

2. Lock-up-Vereinbarungen

Eine Lock-up-Vereinbarung bezeichnet grundsätzlich jede Vereinbarung zwischen der Zielgesellschaft und einem Anbieter, die darauf abzielt, das Angebot dieses Anbieters zu begünstigen oder konkurrierende Angebote zu erschweren oder zu verhindern. Während darunter auch Break Fees oder ähnliche Abreden fallen, sind im Zusammenhang mit Art. 132 Abs. 2 FinfraG primär Vereinbarungen von Bedeutung, die im Fall eines Scheiterns des Angebots des präferierten Anbieters den Verkauf wesentlicher Aktiven an diesen Anbieter vorsehen.[64] Die folgenden Erläuterungen beziehen sich daher ausschliesslich auf diese Art von Lock-up-Vereinbarungen.

Die Literatur zu derartigen Lock-up-Vereinbarungen basiert grösstenteils auf dem Fall *Holvis AG* aus dem Jahr 1995, bei dem sich die Zielgesellschaft zum Verkauf wesentlicher Aktiven an einen Anbieter verpflichtet hatte, wobei diese Verpflichtung suspensiv darauf bedingt war, dass das Angebot dieses Anbieters fehlschlagen würde oder ein Konkurrenzanbieter ein höheres Angebot veröffentlichen würde. Die damals zuständige Kommission für Regulierungsfragen beurteilte diese Massnahme anhand des zu dieser Zeit anwendbaren Übernahmekodex, da das Börsengesetz zu diesem Zeitpunkt noch nicht in Kraft war. Sie hielt fest, dass ein Verstoss gegen das Gesellschaftsrecht durch dieses Vorgehen nicht offensichtlich sei und sah sich deshalb nicht als zuständig an. Der Konkurrenzanbieter, der durch diese Massnahme abgeschreckt werden sollte, zog sein Angebot daraufhin zurück.[65]

Verschiedene Autoren differenzieren zwischen Lock-up-Vereinbarungen, die nach Veröffentlichung eines Kaufangebots als unmittelbare Abwehrmassnahme gegen dieses Angebot ergriffen werden, und Lock-up-Vereinbarungen, die präventiv vor Veröffentlichung eines Angebots

---

56 Vgl. Müller/Lipp/Plüss (FN 54), N 7.307; Watter/Dubs (FN 48), 1325.

57 Vgl. Watter (FN 43), N 781.

58 Vgl. Art. 37 UEV.

59 Vgl. Ziff. III.1.3.

60 Schenker (FN 11), 665; Müller/Lipp/Plüss (FN 54), N 7.307; vgl. auch Watter (FN 43), N 781, welcher darauf verweist, dass die Aufnahme einer Kontrollwechselklausel auf Initiative der Zielgesellschaft nur in Ausnahmefällen denkbar ist.

61 Frauenfelder (FN 36), 173.

62 Frauenfelder (FN 36), 173.

63 Vgl. auch Ziff. III.2.

64 ZK OR-Bühler, Art. 717 N 227; Schenker (FN 11), 442 f.; Andrin Schnydrig/Markus Vischer, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 1192 ff., 1294; Tschäni/Diem (FN 23), 94; Bühler (FN 22), 34; Frauenfelder (FN 36), 175; Werlen (FN 39), 101; Watter/Dubs (FN 48), 1324 f.; Watter (FN 43), N 710.

65 Der Entscheid der Kommission für Regulierungsfragen wird summarisch wiedergegeben in Andreas Bohrer, Unfriendly Takeovers. Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht, Diss. Zürich 1997, 141 ff.

geschlossen werden, um die Transaktionssicherheit eines bevorstehenden Zusammenschlusses zu erhöhen.[66] Eine solche Unterscheidung drängt sich mit Blick auf das für Art. 132 Abs. 2 FinfraG geltende Stichtagsprinzip geradezu auf.

2.1. Lock-up-Vereinbarungen als unmittelbare Abwehrmassnahmen

Nach wohl einhelliger Auffassung sind Lock-up-Vereinbarungen des Verwaltungsrats nach Veröffentlichung eines Kaufangebots nicht mehr zulässig, da sie i.d.R. als gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 36 Abs. 2 Bst. a oder b UEV zu qualifizieren sind.[67] Entsprechend liegt der Abschluss solcher Vereinbarungen nicht im Kompetenzbereich des Verwaltungsrats. Unabhängig davon, ob sie die Wesentlichkeitsschwelle nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG erreichen, verstossen solche Abreden aber auch gegen das übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgebot.[68] Auch aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive sind derartige Vereinbarungen grundsätzlich nicht zu rechtfertigen, weshalb diese regelmässig keine Bindungswirkung erzielen.[69] Gleichzeitig macht sich der Verwaltungsrat einerseits für Schäden haftbar, die die Gesellschaft dadurch erleidet, andererseits aber auch für mittelbare Schäden, die den Aktionären durch eine entgangene (höhere) Prämie entstehen.[70]

2.2. Transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarungen

a. Gesellschaftsrechtliche Einordnung

Die Zulässigkeit von transaktionssichernden Lock-up-Vereinbarungen des Verwaltungsrats wird unterschiedlich gewertet, wird zumeist allerdings nur unter stark einschränkenden Voraussetzungen bejaht. Aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive stehen dabei die Fragen im Vordergrund, ob die Massnahme die Schwelle zur zweckwidrigen faktischen Teilliquidation erreicht[71] und ob die Vereinbarung im Gesellschaftsinteresse liegt.[72] Um die Zulässigkeit von Lock-up-Vereinbarungen zu rechtfertigen, wird oftmals vorgebracht, dass diese im Einzelfall ein Übernahmeangebot überhaupt erst ermöglichen können. Gerade für den Erstanbieter sind mit dem Übernahmeversuch nämlich erhebliche Kosten und Risiken verbunden, namentlich im Zusammenhang mit der Due Diligence. Eine Lock-up-Vereinbarung könne daher im Gesellschaftsinteresse liegen, wenn sich ansonsten kein potenzieller Anbieter finden lasse.[73] Dieser Argumentation hält Schenker entgegen, dass das Interesse des Anbieters meist auch ohne transaktionssichernde Massnahmen ausreichend sei und weist darauf hin, dass es widersprüchlich sei, dass ein Anbieter vor Konkurrenzanbietern geschützt werden müsse, wenn es derart schwierig sei, überhaupt einen potenziellen Anbieter zu finden.[74]

Um zu bestätigen, dass eine konkrete Lock-up-Vereinbarung im Gesellschaftsinteresse liegt, verlangen des Weiteren verschiedene Autoren, dass in der Vereinbarung ausdrücklich festgehalten wird, dass der Anbieter ohne diese nicht zu einem Angebot bereit wäre.[75] Ausserdem müsse sich die Zielgesellschaft stets eine Ausstiegsmöglichkeit vorbehalten, beispielsweise für den Fall, dass ein Konkurrenzanbieter ein für die Aktionäre attraktiveres Angebot veröffentlicht.[76]

In Anbetracht der einleuchtenden Argumentation von Schenker erscheint es grundsätzlich unwahrscheinlich, dass eine Lock-up-Vereinbarung tatsächlich im Interesse der Zielgesellschaft liegt. Um die Kosten des Anbieters im Fall eines fehlgeschlagenen Angebots abzusichern, sind auch weniger radikale Massnahmen geeignet. Dazu gehören namentlich Break Fees, die sich ihrerseits selbst an den tatsächlichen Kosten des Anbieters orientieren müssen, damit sie zulässig sind.[77] Vor diesem Hintergrund sind Konstellationen nur schwer vorstellbar, in denen der auf eine feindliche Übernahme bedingte Verkauf von wesentlichen Aktiven das Gesellschaftsinteresse fördert.[78] Da dies grundsätzlich auch für den Vertragspartner, das heisst den präferierten Anbieter, erkennbar ist, sind Lock-up-Vereinbarungen des Verwaltungsrates in aller Regel sowohl im Innen- wie auch im Aussenverhältnis als nichtig zu qualifizieren.

Vorstellbar wäre die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit, wenn eine Break Fee im konkreten Fall keine Alternative darstellt, beispielsweise wenn die Zielgesellschaft aus finanziellen Gründen dringend auf eine Übernahme angewiesen ist und nicht über die liquiden Mittel verfügt, um

---

66 So bereits Watter/Dubs (FN 48), 1324 ff. Siehe auch ZK OR-Bühler, Art. 717 N 227; Schenker (FN 11), 443 f.

67 BSK FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 N 23; ZK OR-Bühler, Art. 717 N 227; Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), § 7 N 203; Schenker (FN 11), 443; Frauenfelder (FN 36), 175 f.; Watter/Dubs (FN 48), 1325; von der Crone (FN 47), 64; Bohrer (FN 65), 143.

68 Schenker (FN 11), 444, 667; Tschäni/Diem (FN 23), 94; Bühler (FN 22), 34; Watter/Dubs (FN 48), 1325; Bohrer (FN 65), 143.

69 Siehe dazu Lusti (FN 1), 333.

70 Schenker (FN 11), 443; Watter/Dubs (FN 48), 1325.

71 Böckli, Aktienrecht 2009 (FN 3), § 7 N 204; 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, 215; Schenker (FN 11), 443; Tschäni/Diem (FN 23), 94; Werlen (FN 39), 101; Watter/Dubs (FN 48), 1325; Bohrer (FN 65), 142 f.

72 Siehe dazu Lusti (FN 1), 333.

73 Tschäni/Diem (FN 23), 94 f.; Watter/Dubs (FN 48), 1325 f. FN 111.

74 Schenker (FN 11), 434.

75 ZK OR-Bühler, Art. 717 N 227; Tschäni/Diem (FN 23), 95; Bühler (FN 22), 35; Watter/Dubs (FN 48), 1325 f.

76 Tschäni/Diem (FN 23), 95; Watter/Dubs (FN 48), 1326.

77 Eingehend Reichmuth (FN 71), 231 ff. Siehe auch Schenker (FN 11), 440 ff.; Tschäni/Diem (FN 23), 95 ff.

78 Kritisch auch ZK OR-Bühler, Art. 717 N 227; Schenker (FN 11), 440 ff.; Tschäni/Diem (FN 23), 94; Frauenfelder (FN 36), 176; Werlen (FN 39), 101. Zurückhaltender dagegen Watter/Dubs (FN 48), 1326.

eine allfällige Break Fee zu bezahlen. Auch in diesem Fall müsste die Lock-up-Vereinbarung aber für den Anbieter eine unverzichtbare Voraussetzung für sein Angebot darstellen und eine Ausstiegsmöglichkeit im Fall eines konkurrierenden Angebots vorsehen.

b. Kapitalmarktrechtliche Einordnung

Transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarungen werden definitionsgemäss vor der Veröffentlichung des (ersten) Kaufangebots geschlossen. Es stellt sich daher die Frage, inwiefern das Übernahmerecht auf solche Vereinbarungen überhaupt Anwendung findet. In der Lehre wird vereinzelt die Idee einer analogen Anwendung der übernahmerechtlichen Bestimmungen aufgebracht.[79] Während dies in Bezug auf die Gleichbehandlungspflicht gerechtfertigt sein mag, ist es vor dem Hintergrund der Praxis im Fall *Saia-Burgess Electronics Holding AG* erstaunlich, dass das Rechtskonstrukt der Gesetzesumgehung im Zusammenhang mit Art. 132 Abs. 2 FinfraG bisher, soweit ersichtlich, keine Beachtung gefunden hat.[80] Ausserdem ist festzuhalten, dass Lock-up-Vereinbarungen, die in offensichtlicher Weise das Gesellschaftsrecht verletzen, unabhängig vom Zeitpunkt des Vertragsschlusses als unzulässige Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 37 UEV zu qualifizieren sind.[81]

Wie bereits erläutert, handelt es sich bei Art. 132 Abs. 2 FinfraG um eine zwingende Bestimmung, die auch bei freundlichen Übernahmeversuchen und selbst bei Zustimmung des Anbieters anwendbar ist. Während die Wirkung der Kompetenzverschiebung grundsätzlich mit der Veröffentlichung des Angebots einsetzt, kann diese im Fall einer Gesetzesumgehung vorverlagert werden, wenn der Zielgesellschaft bereits ein substantieller Übernahmeentschluss bekannt war. Ausserdem ist nach der hier vertretenen Auffassung eine Vorwirkung aufgrund einer Gesetzesumgehung auch schon früher möglich, wenn es sich bei der fraglichen Massnahme um ein bedingtes Rechtsgeschäft mit Übernahmebezug handelt.[82] Eine transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarung wird im Hinblick auf ein unmittelbar bevorstehendes öffentliches Kaufangebot geschlossen. Folglich wird eine solche Abrede immer in Kenntnis eines substantiellen Übernahmeentschlusses vereinbart. Gleichzeitig stellen Lock-up-Vereinbarungen aber auch bedingte Rechtsgeschäfte mit Übernahmebezug dar, weshalb eine Gesetzesumgehung unabhängig vom Abschlusszeitpunkt zu prüfen ist. Dementsprechend bergen transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarungen bereits aufgrund ihrer Natur ein besonders grosses Missbrauchspotential.

Grundsätzlich dient eine transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarung dem Zweck, die Erfolgschancen eines unmittelbar bevorstehenden Kaufangebots zu erhöhen und potenzielle Konkurrenten präventiv von einem Angebot abzuschrecken. Aus dieser Perspektive liegt ein klarer Verstoss gegen die ratio legis von Art. 132 Abs. 2 FinfraG vor, da die Massnahme auf eine Einschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre abzielt. Auch das in Ziff. IV.2.2.a erläuterte Argument, dass eine Lock-up-Vereinbarung die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre fördern könne, wenn ein Angebot andernfalls gar nicht erst zustande käme, verfängt nicht. Wie bereits erläutert, kann sich der Anbieter auch mit weniger radikalen Massnahmen gegen die anfallenden Kosten einer fehlgeschlagenen Transaktion absichern, namentlich können die Parteien durch die Vereinbarung einer Break Fee die Schadloshaltung des Erstanbieters für den Fall vorsehen, dass der Zusammenschluss scheitert. Da eine transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarung somit unmittelbar die Einschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre zu Gunsten des präferierten Anbieters bezweckt, sind transaktionssichernde Lock-up-Vereinbarungen, die den bedingten Verkauf wesentlicher Aktiven vorsehen, m.E. als Umgehung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG zu qualifizieren. Dasselbe gilt für Lock-up-Vereinbarungen in der Form eines unbedingten Verkaufs wesentlicher Aktiven an den präferierten Anbieter.[83] Zwar handelt es sich dabei nicht um ein bedingtes Rechtsgeschäft mit Übernahmebezug, ein solcher transaktionssichernder Verkauf erfolgt aber ebenfalls in Kenntnis eines substantiellen Übernahmeentschlusses und dient dem Zweck, die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre zu beschränken.

Wie auch im Gesellschaftsrecht dürfte ein gewisser Spielraum dann bestehen, wenn die Zielgesellschaft aus finanziellen Gründen auf eine Übernahme dringend angewiesen ist und nicht über die nötige Liquidität verfügt, um eine Break Fee zu vereinbaren. In dieser Situation kann eine Lock-up-Vereinbarung eine zulässige Alternative zur Vereinbarung einer Break Fee darstellen, wenn ein Angebot andernfalls gar nicht erst zustande kommen würde. Hierbei sind allerdings die engen gesellschaftsrechtlichen Schranken zu beachten.[84] Wie bei einer Break Fee ist die Lock-up-Vereinbarung ausserdem nur in dem Umfang zulässig, als dies nötig ist, um das vom Anbieter eingegangene Risiko zu «versichern».[85] Hat die Ver-

---

79 ZK OR-Bühler, Art. 717 N 227; Bühler (FN 22), 35; Watter/Dubs (FN 48), 1325 f.

80 Einzig Schenker (FN 11), 444 FN 1964 verweist auf diese Praxis der Übernahmekommission, rechtfertigt damit allerdings nur, dass Art. 132 Abs. 2 FinfraG nicht anwendbar sei, ohne jedoch auf das Kriterium des substantiellen Übernahmeentschlusses einzugehen.

81 Schenker (FN 11), 444. Vgl. auch Watter/Dubs (FN 48), 1326 FN 112.

82 Vgl. Ziff. III.1.3.

83 Vgl. Schnydrig/Vischer (FN 64), 1294.

84 Namentlich muss sich die Zielgesellschaft eine Ausstiegsmöglichkeit für den Fall vorbehalten, dass ein konkurrierendes Angebot veröffentlicht wird (siehe dazu Ziff. IV.2.2.a).

85 Zur Break Fee vgl. UEK-Verfügung 652/01 i.S. *Actelion Ltd* vom 14. Februar 2017, N 62 f.; UEK-Verfügung 624/02 i.S. *Syngenta AG* vom 7. März 2016, N 30 f.; UEK-Verfügung 450/01 i.S. *Winterthur Technologies AG* vom 21. Dezember 2010, N 30; UEK-Verfügung 450/01 i.S. *Day Software Holding AG* vom 20. August 2010, N 31.

einbarung dagegen auch einen transaktionssichernden Aspekt, wird es den Aktionären verunmöglicht, selbst in vollem Umfang über das Zustandekommen oder das Scheitern des Angebots zu entscheiden. Entsprechend wäre die Vereinbarung in diesem Fall ebenfalls als Gesetzesumgehung zu qualifizieren.

2.3. Lock-up-Vereinbarungen mit einem «White Knight»

Mit Verweis auf die US-amerikanische Transaktionspraxis weist Bohrer darauf hin, dass eine Lock-up-Vereinbarung dann als gerechtfertigt erscheinen könne, wenn dadurch ein Auktionsverfahren initiiert wird.[86] Unter schweizerischem Recht wäre dies denkbar, wenn ein potenzieller Anbieter vorgängig mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Kontakt aufnimmt. Dieser könnte auf die Kontaktaufnahme reagieren, indem er sich bereits präventiv auf die Suche nach einem «White Knight» macht und mit diesem noch vor Veröffentlichung des Angebots des potenziellen Anbieters eine Lock-up-Vereinbarung schliesst. Sofern ein «White Knight» nur durch eine solche Abrede zu einem Angebot bewegt werden kann, liegt diese grundsätzlich im Interesse der Aktionäre, da das Angebot des «White Knights» meist höher liegen dürfte als das beabsichtigte Angebot des Erstanbieters.[87] Gleichzeitig müsste der daraus resultierende Auktionsprozess die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre theoretisch erhöhen.

Praktisch gesehen dürfte eine solche radikale präventive Abwehrmassnahme jedoch dazu führen, dass der feindliche Anbieter von einem Angebot ganz absieht. Auch weitere potenzielle Anbieter dürften von einer Konkurrenzofferte abgeschreckt werden, was ein wertsteigerndes Auktionsverfahren vollends verhindert. Im Ergebnis würde die Lock-up-Vereinbarung daher auch in dieser Situation die Entscheidung der Aktionäre antizipieren, was dem Zweck von Art. 132 Abs. 2 FinfraG zuwiderläuft. Stattdessen stehen dem Verwaltungsrat auch in dieser Situation weniger radikale Massnahmen zur Verfügung, um einen potenziellen «White Knight» zu einem Angebot zu bewegen, namentlich die Vereinbarung einer angemessenen Break Fee, die sich an den potenziellen Kosten orientiert und daher in aller Regel nicht vom sachlichen Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG erfasst wird.[88]

Wird die Lock-up-Vereinbarung mit einer Ausstiegsmöglichkeit für den Fall versehen, dass ein höheres konkurrierendes Angebot veröffentlicht wird, entfällt die abschreckende Wirkung auf Konkurrenzanbieter. Die verbleibende Einschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre könnte in dieser Situation durch das dadurch ermöglichte Auktionsverfahren, welches die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre wiederum begünstigt, gerechtfertigt werden. Da die Abschreckungswirkung auf konkurrierende Angebote in dieser Situation aber gerade das Ziel des «White Knights» wie auch des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft ist, verfehlt die Lock-up-Vereinbarung in dieser Konstellation ihren eigentlichen Zweck. Ausserdem dürfte die Lock-up-Vereinbarung aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive sowieso keinen transaktionssichernden Aspekt aufweisen, sondern allerhöchstens als Alternative zur Vereinbarung einer Break Fee verwendet werden.

2.4. Ergebnis

Nach der hier vertretenen Auffassung sind Lock-up-Vereinbarungen des Verwaltungsrats, die auf den Verkauf wesentlicher Aktiven abzielen, grundsätzlich unzulässig, da sie unmittelbar oder im Sinne einer Gesetzesumgehung gegen Art. 132 Abs. 2 FinfraG verstossen. Ausserdem ist der Handlungsspielraum des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft gleichzeitig durch das Gesellschaftsrecht stark beschränkt, weshalb Lock-up-Vereinbarungen immer das immanente Risiko einer Verantwortlichkeitsklage bergen und oft auch gar nicht rechtsverbindlich abgeschlossen werden können. Vor diesem Hintergrund ist es wenig erstaunlich, dass diese Art von Lock-up-Vereinbarung seit Einführung des BEHG, soweit ersichtlich, nie mehr eingesetzt wurde.

Das Problem von Lock-up-Vereinbarungen, die auf den Verkauf wesentlicher Aktiven abzielen, liegt letztlich darin, dass diese eine zu starke Wirkung entfalten. Während die negativen Folgen von anderen Arten von Lock-up-Vereinbarungen durch ihre positiven Effekte im Einzelfall kompensiert werden können, nimmt der Verwaltungsrat bei dieser Art von Lock-up-Vereinbarung den Aktionären die Entscheidung faktisch vorweg und verhindert dadurch auch jede Möglichkeit eines wertsteigernden Auktionsverfahrens.

Unter sehr spezifischen Umständen kann eine Lock-up-Vereinbarung zulässig sein, wenn sie durch eine Ausstiegsmöglichkeit abgeschwächt wird. In diesem Fall stellt sich allerdings die Frage, ob die Vereinbarung überhaupt noch ihren beabsichtigten Zweck erfüllt. Am ehesten könnte eine Lock-up-Vereinbarung im oben beschriebenen Fall zur Anwendung kommen, bei dem die Zielgesellschaft dringend auf eine Übernahme angewiesen ist, aber nicht über die liquiden Mittel verfügt, um eine Break Fee zu bezahlen.

3. «Pac-Man Defense»

Eine etwas skurril anmutende Verteidigungsstrategie ist die sog. «Pac-Man Defense», welche aus der US-amerikanischen Transaktionspraxis stammt. Bei dieser, nach einem alten Videospiel benannten, Strategie startet die

---

86 Bohrer (FN 65), 143. Vgl. auch Watter (FN 43), N 711 ff.
87 Vgl. Watter (FN 43), N 711 ff.
88 Vgl. auch Schenker (FN 11), 701.

Zielgesellschaft als Reaktion auf die Veröffentlichung eines Kaufangebots selbst einen Übernahmeversuch gegen den Anbieter.[89] Voraussetzung dafür ist natürlich, dass der Anbieter selbst auch an einer Börse kotiert ist.[90] Praktische Anwendungsfälle dieser Strategie sind für die Schweizer Transaktionspraxis kaum zu denken. Ein solches Vorgehen kann aus Sicht der Gesellschaftsinteressen nämlich nur dann gerechtfertigt sein, wenn die Übernahme des Anbieters durch die Zielgesellschaft im Vergleich zur vom Anbieter angestrebten Transaktion klare wirtschaftliche Vorteile aufweisen würde, was in der Regel nicht der Fall sein dürfte.[91] Gleichzeitig muss der Verwaltungsrat zur Rechtfertigung dieser Massnahme eingestehen, dass ein Zusammenschluss mit dem Anbieter tatsächlich einen wirtschaftlichen Mehrwert schaffen würde, wodurch er seine Position im Abwehrkampf schwächt.[92]

Eine «Pac-Man Defense» dürfte selten je in der Kompetenz des Verwaltungsrats liegen, da kaum Konstellationen vorstellbar sind, in denen ein Angebot der Zielgesellschaft für die Aktien des Anbieters keine wesentliche Veränderung ihres Aktiv- und Passivbestands bedeuten würde.[93] Die herrschende Lehre geht deshalb davon aus, dass eine «Pac-Man Defense» nur aufgrund eines Generalversammlungsbeschlusses zulässig ist.[94] Da die Aktionäre eine Prämie erhalten, wenn die Zielgesellschaft übernommen wird, umgekehrt aber die Zielgesellschaft den Aktionären des Anbieters eine Prämie zahlen muss, wenn die «Pac-Man Defense» Erfolg haben sollte, sind die Aktionäre der Zielgesellschaft wohl kaum von einem solchen Vorgehen zu überzeugen.[95] Unklar ist ausserdem die Rechtslage, wenn beide Angebote angenommen werden sollten.[96] Aufgrund dieser Überlegungen hat die «Pac-Man Defense» in der Schweiz wohl keine praktische Bedeutung.

Der Verwaltungsrat hat allerdings die Möglichkeit, auf die Kontaktaufnahme eines potenziellen Anbieters seinerseits durch ein präventives Kaufangebot für dessen Aktien zu reagieren. Nach den im Fall *Saia-Burgess Electronics Holding AG* entwickelten Grundsätzen zu den Grenzen der Gesetzesumgehung muss ein solcher Präventivschlag in Bezug auf Art. 132 Abs. 2 FinfraG zumindest dann zulässig sein, wenn der Zielgesellschaft noch kein substantieller Übernahmeentschluss des Anbieters bekannt ist.[97] Auch aus gesellschaftsrechtlicher Sicht sind weniger hohe Anforderungen an die Zulässigkeit einer solchen «First Strike Defense»[98] als an eine «Pac-Man Defense» zu stellen. Schliesslich wurde noch gar kein Angebot veröffentlicht. Durch das Kaufangebot wird der ursprüngliche Anbieter selbst zur Zielgesellschaft. Würde er sein Angebot danach trotzdem veröffentlichen, wäre dies wiederum als eine kompetenzwidrige «Pac-Man Defense» zu werten, sofern diese nicht durch die Generalversammlung beschlossen wurde. Die ursprüngliche Zielgesellschaft kann die «First Strike Defense» daher nutzen, um einen potenziellen Übernahmeversuch abzuwehren. Eine praktische Umsetzung einer «First Strike Defense» dürfte in der Praxis allerdings meist daran scheitern, ein Übernahmeangebot schnell genug zu organisieren, um dem Anbieter zuvorzukommen. Die grösste Hürde stellt hierbei die Finanzierung der Transaktion dar, da der Anbieter typischerweise grösser ist als die Zielgesellschaft.[99]

Schwieriger gestaltet sich die Frage, ob eine «First Strike Defense» auch dann zulässig sein kann, wenn der Zielgesellschaft bereits ein substantieller Übernahmeentschluss eines potenziellen Anbieters bekannt ist. Ein präventives Kaufangebot der Zielgesellschaft für die Aktien des potenziellen Anbieters wäre in dieser Situation als klarer Versuch zu werten, einen unmittelbar bevorstehenden Übernahmeversuch zu verhindern. Aus dieser Perspektive erscheint die «First Strike Defense» als klare Umgehung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG, vergleichbar mit der Situation, in der die Zielgesellschaft wesentliche Aktiven veräussert, nachdem der Anbieter einen definitiven Übernahmeentschluss kommuniziert hat. Im Hinblick auf die Waffengleichheit erscheint dieses Ergebnis allerdings nicht sachgemäss. Da das Übernahmerecht als Ganzes dem Prinzip der Neutralität folgt,[100] ist es m.E. nicht gerechtfertigt, dass ein präventives Kaufangebot als Umgehung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG gewertet wird. Solange ein solches Verhalten im Gesellschaftsinteresse liegt, muss die «First Strike Defense» daher zulässig sein, selbst wenn den Aktionären dadurch eine potenzielle Prämie entgeht. Namentlich bei einem Scheitern des Kaufangebots im Rahmen einer «First Strike Defense» setzt sich der Verwaltungsrat allerdings dem Risiko einer Verantwortlichkeitsklage aus, mit der er für die verpasste Prämie aus dem verhinderten Angebot haftbar gemacht werden kann.

---

89 BSK FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 N 30; Gericke/Wiedmer, Kommentar UEV, Art. 36 N 112; Schenker (FN 11), 665 f.; Bühler (FN 22), 33; Werlen (FN 39), 95; Watter (FN 43), N 799 f.

90 Schenker (FN 11), 665 f.

91 Gericke/Wiedmer, Kommentar UEV, Art. 36 N 112. Siehe auch Schenker (FN 11), 666; Werlen (FN 39), 95; Watter (FN 43), N 800.

92 Schenker (FN 11), 666.

93 Gericke/Wiedmer, Kommentar UEV, Art. 36 N 112; Schenker (FN 11), 666; Bühler (FN 22), 33. BSK FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 N 30 scheinen ein solches Szenario dagegen durchaus als realistisch zu betrachten.

94 BSK FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 N 30; Tschäni/Diem/Gaberthüel (FN 23), N 792; Schenker (FN 11), 666. A.A. Gericke/Wiedmer, Kommentar UEV, Art. 36 N 112, welche dies im Hinblick auf die Waffengleichheit nicht für gerechtfertigt halten.

95 Schenker (FN 11), 666.

96 So bereits Watter (FN 43), N 800.

97 Vgl. Ziff. II.1.

98 Angelehnt an die im Kalten Krieg entwickelte Strategie, einen drohenden Angriff durch einen überraschenden Präventivschlag zu verhindern.

99 Vgl. Schenker (FN 11), 666; Bühler (FN 22), 33.

100 Vgl. BSK FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Vor Art. 125–141 N 4.

V. Fazit

Die nähere Betrachtung der Problematik von Art. 132 Abs. 2 FinfraG zeigt vor allem eines: Will sich der Verwaltungsrat gegen ein feindliches Übernahmeangebot erfolgreich zur Wehr setzen oder will er vermeiden, dass wirtschaftlich sinnvolle Geschäfte durch die Beschränkung der Handlungsfähigkeit der Gesellschaft verhindert oder erschwert werden, muss er frühzeitig reagieren. Der Handlungsspielraum des Managements ist deutlich grösser, wenn sich eine potenzielle Übernahme erst abzeichnet. Reagiert der Verwaltungsrat unverzüglich auf die Kontaktaufnahme durch einen potenziellen Anbieter, hat er die Möglichkeit, den Vollzug von geplanten Transaktionen abzusichern und kann sich für den bevorstehenden Übernahmekampf vorteilhaft positionieren.

Umgekehrt muss der Anbieter sorgfältig prüfen, ob er den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vor der Veröffentlichung seines Angebots kontaktieren will. Eine vorgängige Kontaktaufnahme ist in der Praxis häufig sinnvoll. Nur so kann der Anbieter eine vorgängige Due Diligence durchführen. Ausserdem hat eine Übernahme mit Unterstützung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft deutlich bessere Erfolgsaussichten. Lässt sich keine Einigung mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft erzielen, ist der Anbieter allerdings gut beraten, seine Übernahmeabsichten klar zu kommunizieren und sein Angebot zeitnah voranzumelden. So kann er die Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft erheblich einschränken und damit Vorbereitungen auf den feindlichen Übernahmeversuch unterbinden.

Insgesamt haben der Gesetzgeber sowie die Übernahmekommission einen praxisnahen und ausgewogenen Kompromiss gefunden, um den «Moral Hazard» im Zusammenhang mit den Eigeninteressen des Verwaltungsrats in der Übernahmesituation zu mindern, ohne dabei die Handlungsfähigkeit von Publikumsgesellschaften und die Verkehrssicherheit übermässig einzuschränken. Im Zusammenhang mit Art. 132 Abs. 2 FinfraG bestehen aktuell aber noch zahlreiche offene Rechtsfragen, wobei die Übernahmekommission durch ihre einzelfallbezogene und ergebnisorientierte Praxis einen erheblichen Beitrag zu dieser Rechtsunsicherheit leistet. Es dürfte diesem Umstand geschuldet sein, dass Abwehrmassnahmen, die in diesen rechtlichen Graubereich fallen, in der Praxis kaum verwendet werden.