

Kontrolltransaktionen bei börsenkotierten Gesellschaften

Ausgewählte Schwerpunkte

Referat Nr. 12, Gesellschaftsrecht II, FS 13:
Raffaella Huber und Lionel Conod

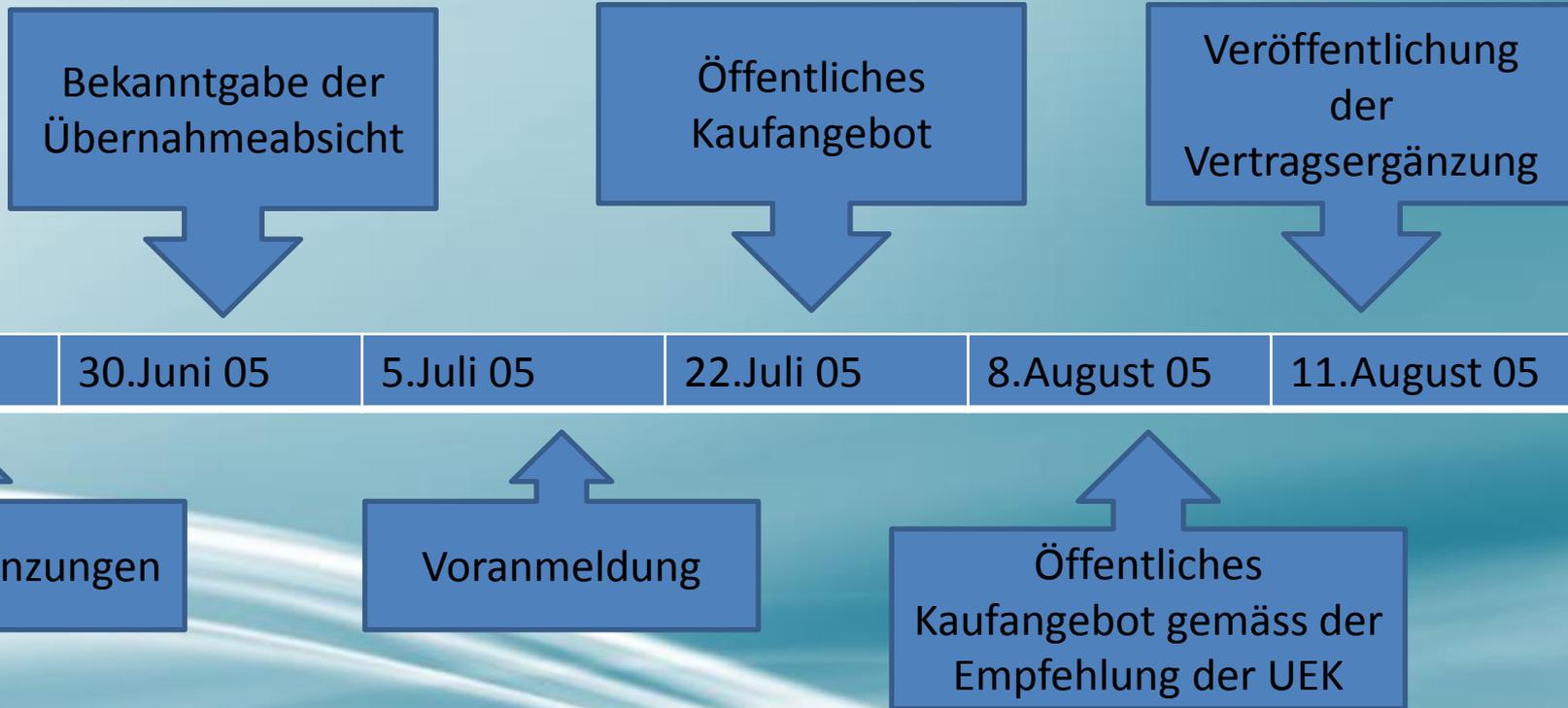
Zürich, 15 Mai 2013

Inhaltsverzeichnis

- Empfehlung 0249/05 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005
- BGE 133 II 232 ff.
- Hiestand-Fall
 - Empfehlung 0372/01 i.S. Hiestand Holding AG vom 6. Juni 2008
 - Empfehlung 0372/02 i.S. Hiestand Holding AG vom 15. Juli 2008
 - BGer 4A_341/2011 vom 21. März 2012

Empfehlung 0249/05 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 05

Öffentliches Kaufangebot von Sumida an Saia-Burgess



Vertragsergänzungen

- Verlängerung der Kündigungsfrist von 12 auf 24 Monate
- Recht nach erfolgter Kündigung – durch den Arbeitgeber oder -nehmer – während der Kündigungsfrist die Freistellung zu verlangen, sofern dem Arbeitnehmer im Zusammenhang mit einer Übernahme/Kontrollbeteiligung eine Position zugewiesen wird, die der jetzigen Stellung nicht entspricht und auch nicht vergleichbar ist
- Aufhebung des Konkurrenzverbots

Auswirkungen der Vertragsergänzungen

- Höchstmöglicher Gesamtbetrag während der Kündigungsfrist von 24 Monaten bei einer Freistellung beträgt CHF 8 301 600.--
- Bei einer Freistellung besteht zudem kein Konkurrenzverbot
- Abwehrmassnahmen sind alle Handlungen der zuständigen Organe, die sich bei objektiver Betrachtung dazu eignen, eine unerwünschte Übernahme zu erschweren
- Vertragsergänzungen sind Abwehrmassnahmen

Gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen nach BEHG Art. 29 Abs.2 i.V.m. UEV-UEK Art. 35

- Keine Abwehrmassnahmen von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses
- Massgeblicher Zeitpunkt
 - Zeitpunkt der Voranmeldung oder
 - Zeitpunkt, in dem die Zielgesellschaft Kenntnis vom Entschluss der Anbieterin erhält

Unzulässige Abwehrmassnahme nach BEHG Art. 29 Abs.3 i.V.m. UEV-UEK Art. 36

- Abwehrmassnahmen sind unzulässig, wenn sie offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen
- Eine solche Massnahme erlangt zu keinem Zeitpunkt Gültigkeit

Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts

- Nur Nichtigkeitsfälle von OR Art.706b erfasst
- Ausweitung auch auf die Anfechtungsgründe nach OR Art. 706
- Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts auf qualifizierte Art und aufgrund summarischer Prüfung leicht erkennbar
 - Abwehrmassnahmen müssen im Gesellschaftsinteressen liegen und sachliche begründet sein
 - Effizienzsteigerung

Würdigung/Kritik

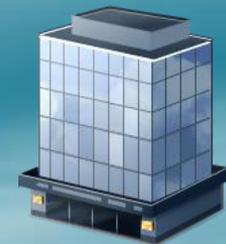
- Begrenzung der Überprüfung von UEV-UEK Art. 35 auf den Stichtag der Voranmeldung
- Überprüfung von UEV-UEK Art.36 ungeachtet des Zeitpunktes
- Kriterien der Überprüfung einer offensichtlichen Verletzung des Gesellschaftsrechts sind sehr offen und eröffnen die Überprüfung gesellschaftsrechtlicher Vertragsbestimmungen ausserhalb des Übernahmeverfahrens

BGE 133 II 232 ff.

Empfehlung I: Die Due Diligence muss der Romanshorn SA gewährt werden, sobald sie während der Dauer des Angebots potenziellen Konkurrenten ermöglicht wird



Übernahmekommission



Romanshorn SA
Sitz in Luxemburg



SIG Holding AG
Sitz in Neuhausen
Aktien an SWX kotiert

24. September 06: Übernahmeinteresse
25./26. September 06: Voranmeldung



Universität
Zürich^{UZH}

Hauptfragen des Entscheides

- Ist der Gleichbehandlungsgrundsatz nur auf den tatsächlichen Bieterwettbewerb bezogen oder auch auf die Interessen der potenziellen Anbieter auszudehnen?
- In wieweit darf die Übernahmekommission Informationen und Dokumente herausverlangen?

Gleichbehandlungsgrundsatz

BEHG Art. 30 i.V.m. UEV-UEK Art. 49

- «Wenn die Zielgesellschaft allfälligen Interessenten, welche noch kein verbindliches Angebot gemacht haben, Zugang zu bestimmten Informationen verschafft, dann muss sie diesen in gleichem Umfang und Qualität auch demjenigen gewähren, der als einziger bereits ein verbindliches Angebot vorgelegt hat und die damit verbundenen Risiken eingegangen ist.» (E 3.3.3)
- «Die potenziellen Anbieter verfügen ihrerseits über keinen solchen Anspruch, ...» (E 3.3.3)

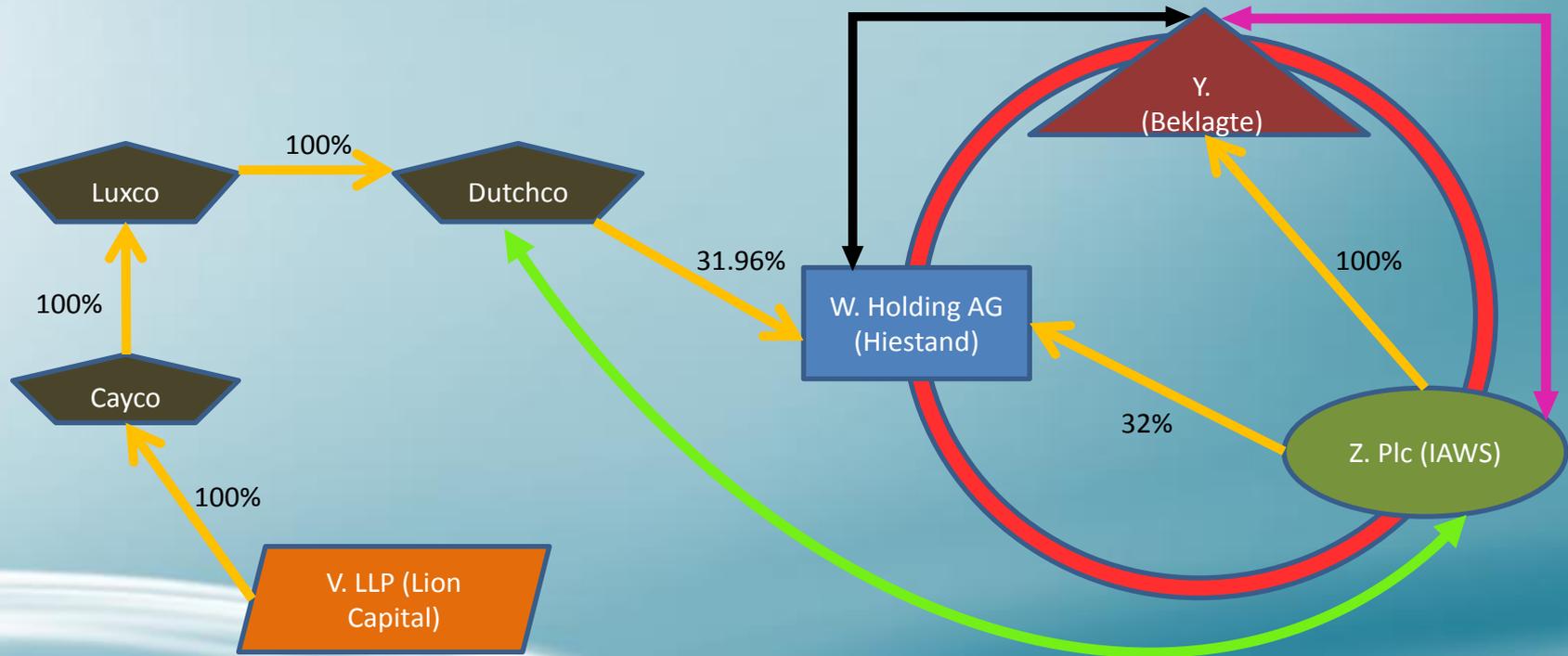
Informationsbeschaffung der UEK

- Die Übernahmekommission kann nach «technischem Ermessen» die nötigen Dokumente verlangen
- Das Bundesgericht greift nur bei eigentlichen Ermessensfehlern ein
- Grundsatz: Weite Auslegung der Auskunftspflicht und Mitwirkungspflicht

Würdigung/Kritik

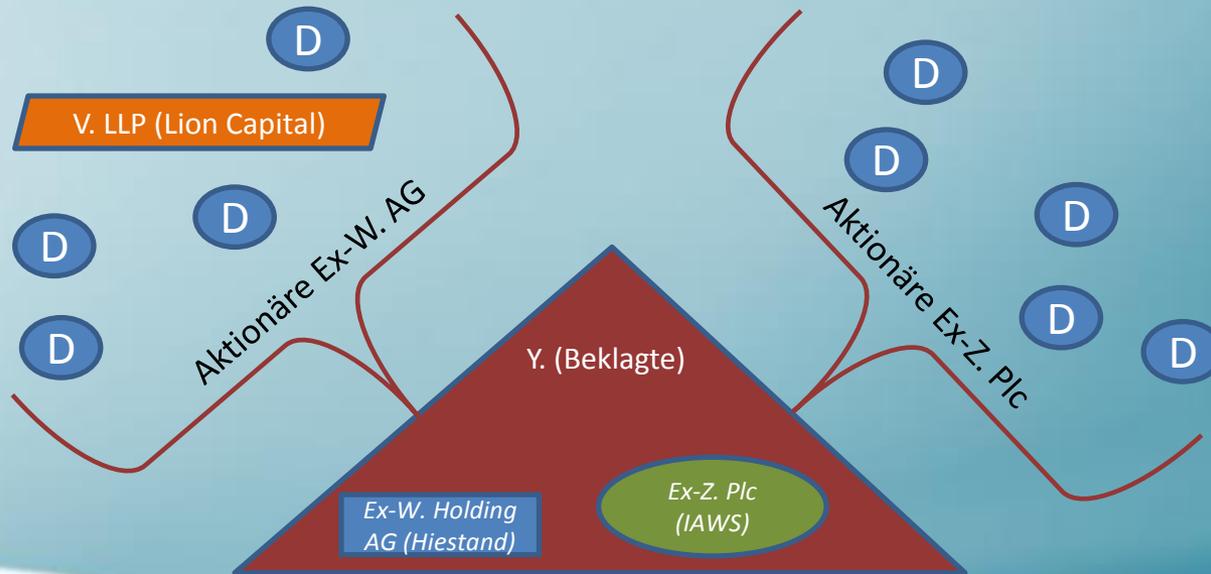
- Die Suche nach einem «white knight» wird erschwert bei feindlichen Übernahmen
- Die Position des Erstanbieters wird gestärkt, da die Informationen für einen potenziellen Anbieter immer auch dem Erstanbieter zukommen
- Behinderung des Wettbewerbs bei freundlichen Übernahmen
- Wie kann der Gleichbehandlungsgrundsatz nur einseitig ausgestaltet sein?

Hiestand-Fall Sachverhalt (I): Ausgangslage



- Beteiligungsverhältnisse
- Business Combination Agreement (BCA)
- Share Purchase Agreeent (SPA)
- Scheme of Arrangement (Scheme)
- Öffentliches Tauschangebot

Hiestand-Fall Sachverhalt (II): Situation nach Vollzug



Wirtschaftlich Berechtigter (WB) und Beherrschung

- Wichtig für Qualifikation als meldepflichtig, angebotspflichtig oder als Gruppenmitglied
- Das SPA wurde effektiv zwischen Dutchco und Z. abgeschlossen, warum spricht die UEK und das BGer von V. und seiner Beteiligung an der W.?
- Massgebliches Kriterium ist nicht das formelle Eigentum, sondern WB
- WB-Definition gemäss dem Zweck der Transparenz: WB ist diejenige Person, welche die Stimmrechte anhand der betreffenden Beteiligungspapiere im eigenen Interesse ausüben oder über deren Ausübung im eigenen Interesse bestimmen kann
- Beherrschung von Gesellschaften und Konzernverhältnissen
 - Grundsatz: Juristische Person ist WB bezüglich ihres eigenen Aktienbestandes
 - Abweichung vom Grundsatz: natürliche oder juristische Person beherrscht eine Gesellschaft (automatischer Durchgriff)
- Begriff der Beherrschung: Möglichkeit, über Ausübung von Stimmrechten zu bestimmen, die von der betreffenden juristischen Person gehalten werden. Beherrschungsverhältnisse müssen stabil sein, was vorliegt wenn
 - eine Person die Mehrheit der Stimmrechte an einer Gesellschaft hält
 - eine personelle Verflechtung zwischen verschiedenen Gesellschaften auf ebene des VR besteht

Gruppe vs. Indirekter Erwerb

- Massgebliches Unterscheidungskriterium: Grund des Zusammenwirkens
- Indirekter Erwerb: beteiligte Personen sind alle im Interesse der wirtschaftlich berechtigten Person tätig. Gemäss BGer handelt es sich um einen weiten, offenen Begriff mit Auffangfunktion
- Gruppenbildung: beteiligte Personen wirken aus eigenem Interesse zusammen. Erreichen eines gemeinsamen Ziels durch Einsatz des Aktienbestandes der einzelnen Aktionäre. Kasuistik:
 - Aktionärsbindungsverträge mit Stimmbindung
 - Gruppenbildung durch bewusst abgestimmtes Verhalten. Kriterium: bewusste Unterordnung der individuellen Willensbildung unter die Gruppe. Problematik des Beweises
 - Konzernverhältnis: Gruppe oder nicht?
- Wird aufgrund Kaufvertrag über Beteiligungen eine Gruppe angenommen?
 - Grundsatz: Nein, Vertrag zielt auf Leistungsaustausch
 - Ausnahme: Verkäufer behält Beteiligungsverhältnis und Kaufvertrag sieht weitere Zusammenarbeit vor

Angebotspflicht

- Gesetzliche Grundlage: BEHG Art. 32
- Zweck der Angebotspflicht: Schutz der Minderheitsaktionäre, die mit einem Kontrollwechsel bei Zielgesellschaft konfrontiert sind
 - Primäres Ziel: den Minderheitsaktionären bei einem derartigen Kontrollwechsel durch Verkauf ihrer Aktien den Ausstieg aus der Gesellschaft ermöglichen
 - Möglichkeit zum Verkauf zu einem einheitlichen Preis
 - Teilung der Kontrollprämie mit den Minderheitsaktionären
- Erfasst sind direkter sowie indirekter Erwerb
- Massgeblicher Zeitpunkt für das Zusammenwirken ist das zum-Ausdruck-bringen des Bindungswillens (Vertragsschluss/konkludentes Verhalten)
- Relativierung des Pflichtangebotes: Opting-up, Opting-out
- Berechnung des Grenzwertes erfolgt aufgrund Anzahl von Stimmrechten
- Abgestellt wird auf eingetragene Aktien im HR
- Unterscheidet sich von Meldepflicht durch gesetzliche Grundlage, Schwere des Eingriffes in Aktionärsposition, Zeitpunkt der Pflichtentstehung und Ausnahmen

Angebotspflicht und Meldepflicht in casu

- Beschluss SPA erfolgt zeitlich vor Fusionsbeschluss. Bei umgekehrtem Verlauf wäre vermutlich eine Gruppe angenommen worden
- Addierte Beteiligung: knapp 64%, aber keine Koordination der Stimmrechte
- Blosser Verkauf einer Aktienposition begründet keine Gruppe: Leistungsaustausch, nicht Zusammenwirken
- Angebotspflicht besteht frühestens, wenn Z. WB von mind. 33 1/3% des Nennwertes des Aktienkapitals von W. ist (Verfügungsgeschäft)
- Meldepflicht entsteht bei Vertragsentstehung des SPA (Verpflichtungsgeschäft)
- Meldepflicht bei Fusion: Übernehmende Gesellschaft hat gesamte Aktienbestände beider Gesellschaften im Zeitpunkt des Abschlusses des Fusionsvertrages durch VR anzumelden (Regelung für bedingte Transaktionen)
- Relativierung: Auf Antrag kann die Offenlegungsstelle eine Ausnahme gewähren. Das Gesuch muss vor der Durchführung des beabsichtigten Geschäftes unterbreitet werden (BEHV-FINMA Art. 24). Publikation der Meldung hat alsdann erst nach GV-Beschuss zu erfolgen

Fusion als atypisches Tauschangebot im Übernahmerecht

- Übernahmekommission bejaht Vollzug eines Pflichtangebots durch Fusion
 - Rechtsfolge von BEHG Art. 32 Abs. I: Unterbreitung eines Angebotes, das den Anforderungen des Übernahmerechts genügt
 - Struktur des Geschäfts muss jedoch nicht zwingend typisches öffentliches Kauf- oder Tauschangebot sein
 - Zulässigkeit der Fusion bei funktionaler Ebenbürtigkeit mit typischem Angebot, d.h. insbesondere Beachtung der Grundprinzipien des Übernahmerechts
 - Zulässige Fusion führt zum Untergang der Angebotspflicht infolge Erfüllung
 - Unterschiede zwischen Pflichttauschgebot und Fusion
 - Grundsätzliche Andienungsfreiheit beim Pflichttauschgebot, Umtauschzwang auf Antrag bei 98%-Anteil des Anbieters (BEHG Art. 33)
 - Genereller Umtauschzwang bei Fusion nach GV-Beschluss
 - Fazit: Mangel an funktionaler Gleichwertigkeit bei Nichtzustandekommen der Fusion
 - Relativierung der Unterschiede: Fusionsmöglichkeit besteht auch nach Übernahme
 - in casu: Z. wird mit grosser Wahrscheinlichkeit bei Fusionsbeschluss an GV über 2/3-Mehrheit verfügen. Zulässigkeit der Erfüllung der Angebotspflicht mittels Fusion trotz Wegfall der Andienungsfreiheit
- Nebst Anwendung der Fusionsregeln werden Regeln über Pflichtangebote angewendet, soweit erstere in ihrer Schutzwirkung für Aktionäre nicht bereits weiter gehen als letztere



Beachtung der Vorschriften über Pflichtangebote (I)

- Allgemeines zum Angebotspreis: Bestimmungskompetenz beim Anbieter, jedoch unter Beachtung der Praxistauglichkeit des Angebotes
- Mindestpreisregel:
 - Gesetzliche Grundlage: BEHG Art. 32 Abs. IV
 - Anknüpfungspunkt: Aktienbesitz einer Person übersteigt durch Aktienkäufe die Limite von 33 1/3%, vorbehalten bleiben Opting-up und Opting-out
 - Anforderungen an Höhe des Angebotspreises
 - mind. Börsenkurs, der vor dem Angebot galt
 - mind. 25% weniger als höchstbezahlter Preis in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung des Angebotes durch Anbieter für Aktien der Zielgesellschaft

Beachtung der Vorschriften über Pflichtangebote (II)

- Best Price Rule (BPR)
 - Gesetzliche Grundlage: UEV-UEK Art. 10
 - Inhalt: Anbieterin darf nach Veröffentlichung des Angebots keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft über dem Angebotspreis erwerben, ohne diesen allen Empfängern des Angebots anzubieten
 - Klageberechtigung für sämtliche Inhaber der vom Angebot erfassten Beteiligungspapiere
 - Entscheidend für Bestimmung der Leistungshöhe ist der Gesamtbetrag aller geldwerten Gegenleistungen für Erwerb von Beteiligungspapieren ausserhalb der Abwicklung des Angebotes (Bewertungszeitpunkt: Vollzug der Transaktion)
 - Zeitliche Geltung
 - Nach Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung, während der ganzen Dauer des Angebotes und bis 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist
 - vor Veröffentlichung (vorausgegangener Erwerb): Anbieter kann für Aktienkauf tiefere oder höhere Preise bezahlen. Massgebender Zeitpunkt ist der Vertragsabschluss
 - Ausnahme: Kauf ist aufgrund Vereinbarung vor Veröffentlichung erst gültig, wenn das öffentliche Angebot erfolgreich ist. BPR findet trotzdem Anwendung
 - Zeitliche Begrenzung der BPR hat Konsequenz auf Wettbewerb
- in casu: SPA-Transaktion gilt als vorausgegangener Erwerb
- Massgeblicher Angebotspreis schwankt mit den Kursänderungen der zum Umtausch angebotenen Titeln : Für eine W.-Aktie darf während des Geltungsbereiches der BPR maximal das 72-fache des Börsenkurses der Z.-Aktie bezahlt werden

2 Gleichbehandlungsgebote

- Fusionsrechtliches Gleichbehandlungsgebot
 - Gesetzliche Grundlage: FusG Art. 7 Abs. I
 - Inhalt: Recht auf mitgliedschaftliche Kontinuität
 - Anspruchsberechtigte sind Personen mit Gesellschafterstellung während des Fusionsprozesses
 - Ausserhalb der Fusion abgewickelte Transaktionen werden nicht von fusionsrechtlichem Gleichbehandlungsprinzip erfasst, somit auch nicht SPA
 - Einem ausserhalb des Fusionsprozesses ausgehandelten Preis für ein Aktienpaket kann kein grösseres Gewicht zukommen als einer anderen sorgfältig nach anerkannten Grundsätzen ausgearbeiteten Bewertung
- Übernahmerechtliches Gleichbehandlungsgebot
 - Gesetzliche Grundlage: BEHG Art. 24 Abs. II
 - Inhalt: Anbieter muss in seinem Angebot allen Aktionären der Zielgesellschaft den gleichen Preis und die gleichen Bedingungen offerieren
 - Ziel des Gleichbehandlungsprinzips: Wahrung des Wettbewerbs zwischen konkurrierenden Angeboten
 - Wahlfreiheit der Aktionäre der Zielgesellschaft zwischen konkurrierenden Angeboten (BEHG Art. 30)

Beschränkung des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgebotes

- Geltung nur für das öffentliche Angebot selbst (BEHG Art. 32 Abs. IV): Vor Veröffentlichung resp. Voranmeldung des Angebotes ist der Anbieter frei, die Aktionäre der Zielgesellschaft unterschiedlich zu behandeln. Faktische Sicherung der Übernahme durch vorausgegangen Erwerb. Angebot gemäss BEHG Art. 32 verkommt zu einer Art Pflichtübung
- Konsequenz: Prämie für Mehrheits- und Hauptaktionäre und Konzentration des Wettbewerbes auf den Erwerb der massgebenden Beteiligungen, nicht auf das öffentliche Angebot.
- Beseitigung der Vorphasenproblematik mittels Ausdehnung des Gleichbehandlungsgebotes auf Transaktionen vor der Veröffentlichung des öffentlichen Angebotes
- in casu verlangt der Aktionär eine Ausgleichszahlung aufgrund Verletzung der mitgliedschaftlichen Kontinuität: Der im SPA bezahlte Preis sollte als Marktpreis berücksichtigt werden

Überprüfungsklage nach Art. 105 FusG und Umtauschverhältnis

- Überprüfungsklage nach FusG Art. 105
 - Zweck: wirtschaftliche Korrektur einer Verletzung des Prinzips der mitgliedschaftlichen Kontinuität
 - Aktivlegitimation: Gesellschafter, die durch einen Transaktionsbeschluss, bei dem der Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität verletzt wurde, in ihrer Stellung als Gesellschafter beeinträchtigt wurden
 - Klagebegehren: Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung
 - Frist: 2 Monate nach Veröffentlichung des Fusionsbeschlusses
- Verletzung des Umtauschverhältnisses in casu?
 - Ermittlung der Unternehmenswerte beider Fusionspartner auf „Stand alone“-Basis; massgebend sind Fortführungswerte
 - Anschliessende Berücksichtigung weiterer relevanter Umstände gemäss FusG Art. 7 Abs. 1
 - Diverse Methoden: Discounted Cash Flow-Methode, Comparable Companies-Methode, Market Capitalization-Methode
 - Erheblicher Ermessensspielraum der an der Fusion beteiligten Rechtsträger betreffend Wahl der Bewertungsmethode und der Bewertung der relevanten Umstände
 - Festlegung des Austauschverhältnisses gestützt auf Bewertung beider Unternehmen: Gegenstand von Verhandlungen zwischen betroffenen Gesellschaften
- Mittels Überprüfungsklage wird die Überprüfung einer Wertbandbreite angestrebt, nicht die Festlegung eines objektiv richtigen Wertes. Wertbandbreite als Ermessensspielraum der Parteien
- Beschränkung der gerichtlichen Überprüfung auf ermittelte Wertbandbreite



Offenlegung von Interessenskonflikten

- Gesetzliche Grundlage: UEV-UEK Art. 32 Abs. I
- Verpflichtung des VR der Zielgesellschaft, in seinem Bericht gemäss BEHG Art. 29 Abs. I auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des VR und der Geschäftsleitung hinzuweisen
- VR muss insbesondere über Mandatsverhältnisse der Mitglieder des VR und der Geschäftsleitung berichten: Bedingungen, Konditionsänderungen, Abgangsentschädigungen
- In casu: Verwaltungsrat der W. ist gleichzeitig CEO der Z.
- zwei Möglichkeiten für Massnahmen:
 - Bildung eines Ausschusses
 - Erstellung einer Fairness Opinion

Fairness Opinion

- Zweck: Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses
 - Absicherung gegen Vorwurf von Verletzung der Sorgfaltspflicht durch Leitungsorgane der Zielgesellschaft
 - Absicherung gegen Vorwurf von Verletzung der Treuepflicht durch Leitungsorgane der Zielgesellschaft
- 2 Arten von Fairness Opinion
 - qualifizierte Erklärung über die Angemessenheit eines Preises: die bewertende Institution bestätigt die Angemessenheit des gebotenen Preises. Haftungskonsequenzen für Ausstellerin, falls Preis im Nachhinein unangemessen
 - Bericht im Sinne einer Dokumentation des Prozesses der Überprüfung der Angemessenheit des Preises: detaillierte Berichterstattung erforderlich, damit für Aussenstehende nachvollziehbar. Vereinfachte Haftungsbefreiung der ausstellenden Institution
- Problematik: Haftungskonsequenzen der Ausstellerin
- UEK verlangt, dass im Rahmen der Fairness Opinion detailliert und offen dargetan werden muss, wie bei der Prüfung der Angemessenheit des Preises vorgegangen wurde. Vorbehalten bleibt der engere Bereich der Geschäftsgeheimnisse



Kritik

- Zweck der Angebotspflicht: Möglichkeit des Ausstiegs aus Gesellschaft für Minderheitsaktionäre
- Keine Ausstiegsmöglichkeit der Minderheitsaktionäre bei Fusion: Widerspruch zum Zweck der Angebotspflicht
- Überprüfungsklage als beschränkt taugliches Argument für Rechtfertigung der funktionalen Gleichwertigkeit
- Garantie der Ausstiegsmöglichkeit Revision der UEV-UEK per 1.1.2009: Zwang zum Barangebot bei Pflichtangeboten; Tauschangebot nur noch als alternatives Angebot möglich