

Dr. iur. Eric Olivier Meier

# **Due Diligence bei Unternehmensübernahmen**

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht .....	VII
Inhaltsverzeichnis .....	IX
Abkürzungen .....	XIX
Literatur .....	XXVII
Materialien.....	LIII

<b>§ 1 Einleitung.....</b>	<b>1</b>
I. Ausgangslage.....	1
II. Problemstellung, Zweck und Abgrenzungen.....	7
A. Problemstellung .....	7
B. Zweck .....	9
C. Inhaltliche Abgrenzungen.....	10
1. Beschränkung der Untersuchung auf Akquisitionen börsen-	
kotierter Aktiengesellschaften .....	10
2. Verzicht auf eine rechtsvergleichende Betrachtung .....	11
III. Aufbau der Arbeit.....	13

## 1. Teil: Grundlagen zur Due Diligence bei Unternehmensübernahmen .... 15

<b>§ 2 Unternehmensübernahmen.....</b>	<b>17</b>
I. Begriff.....	17
II. Betroffene und ihre Partikularinteressen .....	20
A. Übersicht.....	20
B. Zielgesellschaft.....	22
1. Begriff .....	22
2. Interessenlage .....	24
a. Allgemeine Interessenlage hinsichtlich einer Übernahme .....	24
b. Interessenlage hinsichtlich der Due Diligence .....	25
C. Verkäufer (Aktionäre der Zielgesellschaft) .....	27
1. Gross- bzw. Paketaktionäre.....	28
a. Allgemeine Interessenlage hinsichtlich eines Verkaufs ihres	
Aktienpakets .....	28
b. Interessenlage hinsichtlich der Due Diligence .....	29
2. Kleinaktionäre .....	30
D. Organe der Zielgesellschaft .....	31
1. Generalversammlung .....	31
2. Verwaltungsrat.....	32
a. Rolle und Bedeutung des Verwaltungsrats .....	32

aa. In der Übernahmesituation im Allgemeinen .....	32
bb. Im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots im Speziellen .....	34
cc. Bei privaten Kontrolltransaktionen .....	35
b. Interessenlage des Verwaltungsrats .....	35
3. Geschäftsleitung .....	37
E. Übernehmer .....	41
1. Interessenlage .....	41
a. Allgemeine Interessenlage hinsichtlich einer Übernahme .....	41
b. Interessenlage hinsichtlich der Due Diligence .....	42
2. Person des Erwerbers .....	45
a. <i>Management Buy-out (MBO)</i> .....	45
b. Aussenstehender Dritter .....	46
aa. <i>Financial Buyer</i> .....	48
bb. <i>Industrial Buyer</i> .....	48
3. Akquisitionsmotive .....	49
a. Nutzung von Synergieeffekten und Kostensenkungen .....	50
b. Erwerb spezifischer Vermögensgüter .....	51
c. Marktanteilserweiterung und Diversifikation .....	51
d. Übernahmen als Mittel im globalen Konkurrenzkampf .....	52
e. Investment und Spekulation .....	53
f. Liquidation des Kaufobjekts .....	53
g. Abzinsen der Kontrollprämie .....	53
F. Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft .....	55
G. Übrige Betroffene .....	56
III. Unterschiedliche Erwerbswege im Rahmen einer Unternehmens- übernahme .....	57
A. Sukzessiver Kauf von Aktien .....	58
B. Kaufvertrag mit Grossaktionären .....	60
C. Öffentliches Übernahmeangebot .....	63
1. Freundliches Übernahmeangebot .....	68
2. Feindliches Übernahmeangebot .....	69
IV. Ablauf einer Unternehmensübernahme .....	73
<b>§ 3 Due Diligence .....</b>	<b>77</b>
I. Herkunft, Definition und Bedeutung der Due Diligence .....	77
A. Historischer Ursprung des Begriffs Due Diligence .....	77
1. Due Diligence in den Haftungsregeln der US-amerikanischen <i>Securities Laws</i> .....	77
2. Due Diligence im US-amerikanischen Kaufrecht .....	79
B. Definition der Due Diligence .....	80
C. Abgrenzung der Due Diligence zur Revision und Unternehmens- bewertung .....	81
1. Revision und Due Diligence .....	81
2. Unternehmensbewertung und Due Diligence .....	82
D. Bedeutung der Due Diligence in der Schweiz .....	83
II. Funktionen und Zwecke einer Due Diligence .....	85

A.	Due Diligence bei freundlichen Unternehmenübernahmen.....	85
1.	Ausgleich von Informationsasymmetrien und Risikoermittlungsfunktion .....	85
2.	Grundlage für die Ausgestaltung des Kaufvertrags und Risikoabsicherungsfunktion .....	86
3.	Unternehmenswert- und Preisfindung.....	89
4.	Exkulpationsgrundlage.....	90
5.	Vereinfachte Integration des akquirierten Unternehmens .....	92
B.	Due Diligence bei feindlichen Unternehmenübernahmen .....	93
C.	Weitere Anlässe für eine Due Diligence .....	94
III.	Informationsquellen im Rahmen einer Due Diligence .....	96
A.	Öffentliche Informationsquellen.....	96
B.	Interne Informationsquellen .....	100
1.	Datenraum .....	101
2.	Zugesandte Unterlagen der Zielgesellschaft .....	104
3.	Informationsgespräche mit dem Management und Personal .....	104
4.	Betriebsbesichtigungen .....	105
IV.	Arten von Due Diligence-Prüfungen.....	106
A.	Unterscheidung nach prüfungsrelevanten Teilbereichen .....	106
1.	Finanzielle Due Diligence.....	107
a.	Analyse der historischen und aktuellen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage gemäss den tatsächlichen Verhältnissen ( <i>true &amp; fair View</i> ).....	108
b.	Normalisierung der historischen Betriebsergebnisse (Proforma-Ergebnisse).....	108
c.	Beurteilung des Budgets und des Businessplans .....	109
d.	Beurteilung von Informations- und Kontrollsystemen .....	109
2.	Rechtliche Due Diligence.....	110
a.	Gesellschaftsrechtliche Aspekte .....	110
b.	Vermögensrechtliche Aspekte.....	111
c.	Vertragsrechtliche Aspekte .....	112
d.	Eventualrisiken .....	112
e.	Arbeitsrechtliche Aspekte .....	113
f.	Prozessuale Aspekte.....	113
g.	Kartellrechtliche Aspekte.....	114
3.	Steuerliche Due Diligence.....	115
a.	Untersuchung auf steuerliche Risiken .....	115
aa.	Verdeckte geldwerte Vorteile.....	116
bb.	Stille Reserven.....	117
b.	Steuerliche Optimierung der Akquisitionsstruktur .....	117
aa.	Verrechnung von Verlustvorträgen .....	117
bb.	Kaufpreisabschreibung .....	118
cc.	Kaufpreisfinanzierungskosten .....	118
4.	Kommerzielle Due Diligence.....	119
a.	Fehlender Zukunftsbezug bei der finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Due Diligence .....	119
b.	Ziel der kommerziellen Due Diligence.....	120

c. Instrumente der kommerziellen Due Diligence .....	121
5. Umwelt Due Diligence .....	122
6. <i>Human Resources</i> Due Diligence .....	124
a. Personalkosten und Vergütungsstrukturen .....	125
b. Evaluation des Managements.....	125
7. Technische Due Diligence .....	126
a. Produkttechnologien.....	126
b. Produktionstechnologien.....	126
c. Informations- und Kommunikationstechnologien .....	127
B. Unterscheidung nach Umfang und Tiefe .....	127
C. Unterscheidung nach dem Zeitpunkt .....	128
D. Unterscheidung nach der Person des Auftraggebers.....	130
1. Käufer .....	130
2. Verkäufer.....	131
V. Ablauf einer Due Diligence .....	133
A. Planung und Vorbereitungsphase .....	133
1. Planung .....	134
2. Zusammensetzung des Due Diligence-Teams .....	134
a. Abteilungsansatz .....	135
b. Expertenansatz .....	136
c. Teamansatz .....	136
B. Durchführung der Due Diligence.....	136
C. Berichterstattung und Abschluss .....	138
<b>2. Teil: Voraussetzungen und Grenzen der Due Diligence bei Unternehmensübernahmen .....</b>	<b>141</b>
<b>§ 4 Kompetenzverteilung bei der Gestattung einer Due Diligence .....</b>	<b>143</b>
I. Relative Geschäftsgeheimnisse.....	145
A. Generalversammlung .....	146
B. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.....	148
1. Beschlussfassung durch den Gesamtverwaltungsrat .....	148
2. Form der Beschlussfassung .....	149
3. Delegation an die Geschäftsleitung .....	149
4. Problematik von Interessenkonflikten .....	151
a. Handhabung von Interessenkonflikten.....	153
b. Durchbrechung der zwingenden Zuständigkeit des Gesamt- verwaltungsrats.....	154
II. Absolute Geschäftsgeheimnisse.....	157
III. Ergebnis .....	158
<b>§ 5 Grenzen der Gestattung einer Due Diligence.....</b>	<b>159</b>
I. Gesetzliche Geheimhaltungspflichten .....	161
A. Im Gesellschaftsrecht.....	161
1. Verschwiegenheitspflicht (Art. 717 Abs. 1 OR).....	161
a. Ausfluss der Treuepflicht .....	161

b. Inhalt .....	163
2. Interessen der Gesellschaft.....	165
a. Geheimhaltungsinteresse .....	165
b. Offenlegungsinteresse.....	166
3. Abwägung der Interessen .....	168
a. Grenzen der gesellschaftsrechtlichen Schweigepflicht .....	168
b. Heranziehung der US-amerikanischen <i>Business Judgment Rule</i> .....	169
c. Grundsatz der Verhältnismässigkeit.....	171
aa. Anwendbarkeit des Verhältnismässigkeitsgrundsatzes im Rahmen von Art. 717 Abs. 1 OR.....	172
bb. Legitimer Zweck .....	173
cc. Geeignetheit.....	174
dd. Erforderlichkeit .....	175
ee. Angemessenheit bzw. Verhältnismässigkeit i.e.S.....	176
d. Berücksichtigung von Interessen Dritter? .....	177
4. Massnahmen zum Schutz der Vertraulichkeit .....	179
5. Befugnis des veräusserungswilligen Grossaktionärs zur Informationsweitergabe.....	180
a. Von der Zielgesellschaft selbst weitergegebene Informationen .....	180
b. Auf sonstige Weise erhaltene Informationen.....	181
6. Gesellschaftsrechtliche Verantwortlichkeit .....	182
a. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung .....	182
b. Gesellschafter.....	184
B. Im Persönlichkeitsrecht .....	185
1. Datenschutzgesetz .....	186
a. Anwendung.....	186
b. Verletzung der datenschutzrechtlichen Grundsätze (Art. 12 Abs. 2 lit. a DSGVO).....	187
aa. Informationspflichten beim Beschaffen von Personendaten (Art. 4 Abs. 4 DSGVO) .....	187
bb. Zweckbindung (Art. 4 Abs. 3 DSGVO).....	189
cc. Verhältnismässigkeit (Art. 4 Abs. 2 DSGVO) .....	192
dd. Datensicherheit (Art. 7 Abs. 1 DSGVO).....	193
ee. Richtigkeit der Daten (Art. 5 Abs. 1 DSGVO) .....	193
c. Weitere Verletzungen (Art. 12 Abs. 2 lit. b und c DSGVO).....	194
d. Rechtfertigungsgründe (Art. 13 DSGVO).....	195
aa. Einwilligung der betroffenen Personen .....	195
bb. Überwiegendes privates Interesse .....	198
cc. Überwiegendes öffentliches Interesse .....	202
dd. Rechtfertigung durch das Gesetz.....	202
e. Problematik der grenzüberschreitenden Datenbekanntgabe (Art. 6 DSGVO) .....	203
f. Datenbearbeitung durch Dritte (Art. 10a DSGVO)?.....	207
2. Allgemeiner Persönlichkeitsschutz .....	209
3. Sanktionen .....	210
a. Datenschutzrechtliche Verantwortlichkeit .....	210
aa. Zivilrechtlich .....	210

bb. Strafrechtlich (Art. 34 und 35 DSGVO).....	213
b. Persönlichkeitsrechtliche Verantwortlichkeit.....	216
c. Vertragsrechtliche Verantwortlichkeit.....	216
C. Im Strafrecht.....	217
1. Weitergabe von Insiderinformationen (Art. 161 Ziff. 1 StGB) .....	218
a. Verhältnis zwischen der Geheimhaltungspflicht des Verwaltungsrats und Art. 161 Ziff. 1 StGB .....	219
b. Insiderinformationen im Allgemeinen .....	220
c. Insiderinformationen im Rahmen einer Due Diligence .....	222
aa. Durchführung einer Due Diligence als Insiderinformation .....	222
bb. Ergebnis einer Due Diligence als Insiderinformation.....	225
cc. Materielle Details aus einer Due Diligence als Insiderinformation.....	227
d. Täterkreis bzw. potentielle Insider bei der Zielgesellschaft.....	228
e. Nichterfüllung des subjektiven Tatbestands.....	230
f. Zusätzliche Anforderungen an eine zulässige Informationsweitergabe .....	231
2. Verletzung von Fabrikations- und Geschäftsgeheimnissen (Art. 162 StGB).....	232
a. Abgrenzung zur aktienrechtlichen Geheimhaltungspflicht.....	233
b. Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse .....	233
c. Entbindung von der Geheimhaltungspflicht .....	234
d. Ausschluss der Tatbestandsmässigkeit durch Aufgabe des Geheimhaltungswillens .....	235
D. Im Wettbewerbsrecht.....	236
1. Verletzung von Fabrikations- und Geschäftsgeheimnissen (Art. 6 UWG).....	236
2. Unbefugtes Verwerten anvertrauter Arbeitsergebnisse (Art. 5 lit. a UWG) .....	237
a. Anvertraute Arbeitsergebnisse eines Dritten.....	238
b. Unbefugte Verwertung .....	239
c. Keine besondere Absichtserfordernisse .....	240
E. <i>Exkurs</i> : Übernahme eines Bankinstituts .....	240
1. Umfang des Bankgeheimnisses .....	241
2. Rechtfertigungsgründe.....	242
a. Gesetzliche Vorschrift und überwiegendes öffentliches Interesse.....	243
b. Einwilligung.....	243
c. Überwiegendes privates Interesse .....	244
3. Lösungsansätze aus der Praxis.....	246
II. Vertragliche Geheimhaltungspflichten.....	248
A. Vorgehen und inhaltliche Ausgestaltung.....	248
B. Wirkung.....	249
C. Sanktionen.....	251
D. Die Pflicht des Verwaltungsrats zur Einhaltung vertraglicher Geheimhaltungspflichten der Gesellschaft .....	251

1. Die relative Wirkung vertraglicher Geheimhaltungsver-	
einbarungen .....	252
2. Das Interesse der Gesellschaft an der Einhaltung vertraglicher	
Geheimhaltungspflichten .....	253
III. Ergebnis .....	255
<b>§ 6 Flankierende Massnahmen zum Geheimnisschutz .....</b>	<b>259</b>
I. Massnahmen zum Schutz relativer Geschäftsgeheimnisse .....	260
A. Geheimhaltung als vorvertragliche Pflicht? .....	260
B. Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung zwischen Verkäufer,	
Zielgesellschaft und Übernahmeperson .....	262
1. Vorgehen .....	262
a. Geheimhaltungsklauseln im <i>Letter of Intent</i> .....	262
b. Separates <i>Confidentiality Agreement</i> .....	265
2. Inhalt .....	265
3. Wirkung .....	266
a. Im Verhältnis Übernehmer – Verkäufer – Zielgesellschaft .....	266
b. Im Verhältnis zu Dritten .....	268
4. Sanktionen .....	268
C. <i>Data Room Rules</i> .....	271
1. Zugangsmodalitäten .....	271
2. Geheimhaltung .....	272
D. Gestaffelte Informationsoffenlegung .....	273
1. Zeitpunkt der Informationsoffenlegung .....	274
2. Überwachung der gestaffelten Informationsoffenlegung .....	274
a. Benennung einer Auskunftsperson .....	275
b. Bereitstellung eines Datenraums .....	275
c. Berücksichtigung der Vervielfältigungsmöglichkeiten .....	276
3. <i>Exkurs: Controlled Auctions</i> beim Unternehmensverkauf .....	276
E. Due Diligence durch direkte Wettbewerber .....	277
1. Wettbewerber .....	277
2. Zusätzlich zu ergreifende Schutzmassnahmen .....	278
a. Zurückhalten wettbewerbsrelevanter Informationen .....	279
b. Einschaltung eines neutralen Dritten .....	280
F. Verweigerung einer <i>Pre-Signing</i> bzw. <i>Pre-Offer Due Diligence</i> .....	282
G. Alternativen zur <i>Pre-Signing</i> bzw. <i>Pre-Offer Due Diligence</i> .....	283
1. Gewährleistungen als Alternative .....	284
a. Gesetzliche Gewährleistungsvorschriften .....	284
b. Vertragliche Gewährleistungsvereinbarungen .....	285
c. Due Diligence vs. Gewährleistungen .....	286
2. Weitere Alternativen .....	287
a. <i>Post-Offer Due Diligence</i> bei öffentlichen Übernahme-	
angeboten .....	287
b. <i>Vendor Due Diligence</i> .....	288
II. Massnahmen zum Schutz absoluter Geschäftsgeheimnisse .....	289
A. Anonymisierung der Dokumente .....	290
B. Übertragung der Due Diligence an eine Revisionsgesellschaft .....	290

C. Einsitz in den Verwaltungsrat oder die Geschäftsleitung.....	292
D. Verschluss der Information .....	294
III. Ergebnis .....	295
<b>§ 7 Folgepflichten der Zielgesellschaft bei der Gestattung einer Due Diligence</b>	<b>297</b>
I. Gleichbehandlung der Gesellschafter nach Art. 717 Abs. 2 OR.....	298
A. Relativität des Gleichbehandlungsgrundsatzes .....	298
B. Keine Informationserteilung aufgrund der Aktionärserschaft.....	300
II. Gleichbehandlung der Bieter bei öffentlichen Übernahmeangeboten (Art. 49 UEV).....	302
A. Konkretisierung der informationellen Gleichbehandlungspflicht.....	303
1. Gleichbehandlung in persönlicher Hinsicht .....	303
2. Gleichbehandlung in sachlicher Hinsicht .....	306
a. Materielle Gleichbehandlung .....	306
b. Voraussetzung eines schutzwürdigen Interesses .....	309
3. Gleichbehandlung in zeitlicher Hinsicht .....	309
B. Problematik der <i>Pre-Offer</i> Due Diligence .....	311
C. Ausnahmen von der Gleichbehandlungspflicht (Art. 49 Abs. 2 UEV) .....	312
D. <i>Exkurs</i> : Kritische Würdigung der gegenwärtigen Praxis der Übernahmekommission zu Art. 49 UEV .....	316
III. Gleichbehandlung des Kapitalmarkts .....	318
A. Ad hoc-Publizitätspflicht (Art. 72 KR).....	318
1. Tatsache, dass eine Due Diligence durchgeführt wird.....	319
a. Pflicht zur öffentlichen Bekanntgabe (Art. 72 Abs. 1 KR) .....	319
aa. Nicht-öffentliche Tatsachen .....	319
bb. Erhebliche Kursrelevanz.....	321
cc. Zwischenergebnis .....	323
b. Aufschiebung der Bekanntgabe (Art. 72 Abs. 2 KR) .....	324
c. Gewährleistung der Vertraulichkeit (Art. 72 Abs. 3 KR).....	326
d. Keine Befugnis zum Bekanntgabeaufschub in unfreund- lichen Übernahme-situationen.....	329
2. Vertrauliche Tatsachen aus einer Due Diligence .....	330
3. Sanktionen bei Verstößen gegen die Ad hoc-Publizität.....	331
B. Berichterstattungspflicht des Verwaltungsrats bei öffentlichen Übernahmeangeboten (Art. 29 Abs. 1 BEHG) .....	332
1. Funktion des Verwaltungsratsberichts .....	332
2. Informationen aus einer gewährten Due Diligence .....	333
3. Verhältnis zur Ad hoc-Publizität.....	334
4. Ausnahmeklausel Art. 31 Abs. 3 UEV .....	334
IV. Ergebnis .....	338
<b>§ 8 Anspruch auf Gestattung einer Due Diligence gegenüber der Zielgesellschaft</b> .....	<b>341</b>
I. Vorvertragliche und vertragliche Ansprüche .....	342
A. Anspruch aus vorvertraglichen Informationspflichten .....	342
B. Anspruch aus <i>Letter of Intent</i> oder vergleichbaren Vereinbarungen.....	347
1. Rechtliche Bindungswirkung.....	347

2. Inhaltliche Widerrechtlichkeit als Grenze .....	348
II. Gesetzliche Ansprüche .....	350
A. Anspruch aufgrund der übernahmerechtlichen Gleichbehandlungs- pflicht (Art. 49 UEV).....	350
B. Auskunfts- und Einsichtsrecht des Aktionärs (Art. 697 OR) .....	353
III. Weitere mögliche Ansprüche.....	359
A. Anspruch aus Transparenz, Lauterkeit und „Treu und Glauben“ im laufenden Übernahmeverfahren (Art. 1 UEV) .....	359
B. Auskunftsrecht der Generalversammlung .....	360
C. Übergesetzlicher Anspruch des Grossaktionärs?.....	361
IV. Ergebnis .....	365
<b>§ 9 Forcierung einer Due Diligence im Rahmen feindlicher Unternehmens- übernahmen .....</b>	<b>367</b>
I. Gesellschaftsrechtliche Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence? .....	368
A. Keine proaktive Auktionspflicht des Verwaltungsrats.....	368
B. Verbot der Behinderung eines Bieterwettbewerbs.....	370
II. Traktandierungsrecht nach Art. 699 Abs. 3 OR .....	372
III. Bedingtes Angebot.....	374
IV. „Bear Hug“ .....	379
V. Angebot mit Preiserhöhungsklausel .....	381
VI. Ergebnis .....	385
<b>3. Teil: Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>387</b>