



HERAUSGEBER: RUDOLF TSCHÄNI

Mergers & Acquisitions X

Schulthess § 2008

Inhaltsübersicht

Die EU-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote und ihre Umsetzung in den Mitgliedstaaten	1
<i>Prof. Dr. rer. publ. Peter Nobel, a.o. Professor für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht und Direktor des Instituts für Europarecht an der Universität St. Gallen, ord. Professor ad personam für schweizerisches und internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Rechtsanwalt, Nobel & Hug Rechtsanwälte, Zürich</i>	
Vorerwerb und Pflichtangebot	59
<i>Dr. Heinz Schärer, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich, und Stefan Waller, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich</i>	
Das Defence- bzw. M&A-Manual	97
<i>Dr. Rudolf Tschäni, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich, und Hans-Jakob Diem, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich</i>	
Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten	129
<i>Dr. Urs Schenker, Rechtsanwalt, Baker & McKenzie, Zürich</i>	
Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen	173
<i>Prof. Dr. Rolf Watter, Rechtsanwalt, Bär & Karrer AG, Titularprofessor für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, und Dr. Dieter Dubs, LL.M., Partner, Bär & Karrer AG, Zürich</i>	
M&A – Eine kleine rechtshistorische Untersuchung	213
<i>Dr. Peter Kurer, Group General Counsel, Member of the Group Executive Board, UBS AG, Zürich</i>	
10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz	239
<i>Dr. Marco Superina, Direktor, Corporate and Investment Banking Switzerland, Credit Suisse, Zürich</i>	

Die EU-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote und ihrer Umsetzung in den Mitgliedstaaten

Peter Nobel*

Inhalt

I.	Einleitung.....	2
1.	Die Konfliktlage	3
2.	EU-Kommissar Bolkesteins Kampf für offene Märkte.....	4
3.	Der Kompromiss	5
II.	Regelungen der Richtlinie zu Abwehrmassnahmen von Zielgesellschaften	6
1.	Anwendungsbereich	6
a)	Räumlicher Anwendungsbereich.....	6
b)	Sachlicher Anwendungsbereich	7
c)	Kollisionsrechtliche Regelungen.....	7
2.	Die Neutralitätspflicht (Art. 9 RL).....	8
a)	Erfasster Zeitraum	8
b)	Erfasste Personen	9
c)	Erfasste Handlungen.....	9
3.	Die Durchgriffsregel (Art. 11 RL).....	10
4.	Ausnahmen von der Durchgriffsregel für Golden Shares	12
a)	Die Bestimmung in der Richtlinie	12
b)	Die Rechtsprechung des EuGH zu Golden Shares	13
c)	Golden Shares in den Mitgliedstaaten	15
aa)	Frankreich	15
bb)	Spanien.....	16
cc)	Ungarn.....	17
dd)	Deutschland.....	18
ee)	Gegenläufige Tendenzen.....	19
5.	Das Optionsmodell (Art. 12 Abs. 1, 2 RL).....	21
6.	Der Vorbehalt der Gegenseitigkeit (Art. 12 Abs. 3 RL).....	22
7.	Die Publizitätsregel (Art. 10 RL).....	23
8.	Acting in concert	23

* Ich danke meinem Mitarbeiter, RA Markus Kaempf, für die aktive Mitwirkung.

III.	Die Umsetzung der Richtlinie in den Mitgliedstaaten	23
1.	Die Einführung des Neutralitätsgebots	28
a)	Überblick	28
b)	Fortgeltung paralleler nationaler Regelungen	30
c)	Weitreichende Ausnahmen von der Neutralitätspflicht in Deutschland	31
d)	Gewährte und genomene Umsetzungsspielräume	33
e)	Französische Giftpillen	34
2.	Die Einführung der Durchgriffsregel	35
a)	Überblick	35
b)	Umsetzung à la carte	36
c)	Praktische Auswirkungen der Durchgriffsregel	37
d)	Spielräume und Unklarheiten	37
e)	Britische „Anniversary Clause“	38
f)	Entschädigungsregelung	39
3.	Gegenseitigkeit	40
a)	Überblick	40
b)	Mehrheit von Bietern oder Konzerngesellschaften als Bieter	42
c)	Nicht börsennotiertes Unternehmen als Bieter	42
d)	Special Purpose Vehicle	43
e)	Bieter aus Drittstaaten	43
IV.	Die Reaktion der Unternehmen auf die Richtlinie	46
V.	Beispiele europäischer Gesellschaftsübernahmen im Lichte der Richtlinie	47
1.	E.ON AG/Endesa S.A.	47
2.	ENEL SpA/Suez	50
3.	Antonveneta/ABN Amro	52
4.	ABN Amro/Barclays Bank PLC/Royal Bank of Scotland RBS	53
5.	OMV/MOL	55
VI.	Schlussbetrachtung	57

I. Einleitung

Der erste ernsthafte Versuch, ein EU-weit gültiges Regime für Unternehmensübernahmen nach dem Modell des City Code (das die Schweiz dann übernahm) zu schaffen, datiert zurück auf das Jahr 1974.¹ Dieser Versuch scheiterte ebenso wie die weiteren Richtlinienvorschläge der Kommission

¹ EG-Komm.-Dok. XI/56/74-D; PENNINGTON ROBERT R., Der City Code on Takeovers and Mergers, in: PAWLOWSKI/WIESE/WÜST (Hrsg.), Festschrift für Konrad Duden zum 70. Geburtstag, München 1977, 379 ff.

Vorerwerb und Pflichtangebot

Heinz Schärer/Stefan Waller

Inhalt

I.	Einleitung.....	60
II.	Gesetzliche Grundlagen.....	62
1.	Ausgangspunkt.....	62
a)	Auseinanderfallen von Angebots- und Meldepflicht.....	62
b)	Ermittlung des Angebotspreises.....	64
2.	Konsequenzen.....	66
III.	Vorerwerb und Best Price Rule.....	69
1.	Problemstellung und deren Grundlagen.....	69
2.	Praxis der Übernahmekommission.....	71
3.	Beurteilung.....	75
a)	Vorerwerb und Kontrollprämie.....	75
b)	Zur „gekoppelten Gesamttransaktion“ bzw. „Parallelität“.....	77
aa)	Gleiches Angebot für Haupt- und Minderheitsaktionäre?.....	77
bb)	Kontrolltransaktionen und öffentlichrechtliche Vollzugshindernisse.....	78
cc)	Börsengesetzliche Vorgaben.....	80
4.	Situationsanalyse.....	81
5.	Alternativer Lösungsansatz.....	82
IV.	Vorerwerb und Voranmeldung.....	85
1.	Bedingte Voranmeldung.....	85
2.	Voranmeldung und Pressemitteilung.....	86
a)	Gesetzliche Vorgaben und Praxis der Übernahmekommission.....	86
b)	Beurteilung.....	88
V.	Auffangszszenarien.....	90
1.	Beispiele von „Fehltafbeständen“.....	90
2.	Gesetzliche Lösungsansätze.....	91
3.	Folgerungen.....	94
VI.	Schlussbemerkungen.....	94

Das Defence- bzw. M&A-Manual

Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem

Inhalt

I.	Einleitung.....	98
II.	Hintergrund, Zweck und Terminologie.....	98
III.	Das M&A-Manual als vertrauliches und sensibles Dokument	102
IV.	Entstehung des M&A-Manuals und Beteiligte	103
V.	Themen und Inhalt des M&A-Manuals	105
	1. Massnahmen im Vorfeld etwaiger unfreundlicher Angebote oder Beteiligungsnahmen	105
	2. Organisation und Vorgehen im Fall eines unfreundlichen Angebots bzw. einer unfreundlichen Beteiligungsnahme.....	109
	3. Unternehmensbewertung	113
	4. Analyse möglicher Angreifer, Weisses Ritter und Kavaliers.....	114
	5. Darstellung des Ablaufs und der Grundlagen öffentlicher Angebote	114
VI.	Analyse des rechtlichen „Abwehrdispositivs“	115
	1. Gesellschaftsrechtliche Massnahmen	115
	a) Opting-in und Opting-down	115
	b) Vinkulierung.....	117
	c) Stimmrechtsbegrenzung	120
	d) Einberufungs- und Traktandierungsrecht	121
	e) Gestaffelte Amtsdauer der Verwaltungsratsmitglieder (Staggered Board). 122	
	f) Petrifizierungsklauseln (Super Majorities)	122
	g) Genehmigtes Kapital	123
	2. Andere oft diskutierte Massnahmen	124
VII.	Schlussfolgerungen.....	127

Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten

Urs Schenker

Inhalt

I.	Due Diligence im Übernahmeverfahren	130
1.	Das Bedürfnis des Anbieters nach einer Due Diligence	130
a)	Öffentlich verfügbare Informationen bei kotierten Gesellschaft	130
b)	Öffentlich nicht zugängliche Informationen	131
c)	Angebot ohne Due Diligence?	134
2.	Die Position der Zielgesellschaft gegenüber einer Due Diligence	137
a)	Keine Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Gewährung einer Due Diligence	137
b)	Der Entscheid über die Gewährung der Due Diligence als unentziehbare Kompetenz des Verwaltungsrates	137
c)	Die Interessenabwägung des Verwaltungsrates	139
d)	Due Diligence und Gleichbehandlungsprinzip	141
e)	Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung	142
3.	Umfang der Due Diligence	143
a)	Zurückhaltung bei der Offenlegung wesentlicher Geschäftsgeheimnisse ..	143
b)	Beschränkung auf wesentliche Informationen	144
II.	Due Diligence bei feindlichen Übernahmen	145
1.	Verzicht auf eine Due Diligence	145
2.	Möglichkeiten, in einer feindlichen Situation eine Due Diligence herbeizuführen	146
a)	„bear hug“	146
b)	Bedingte Angebote	148
c)	Angebote mit Preiserhöhungsklausel	149
d)	Voranmeldung mit Due Diligence-Vorbehalt	152
e)	Schlussfolgerung	154
3.	Durchführung einer Due Diligence bei feindlichen Angeboten	155
III.	Due Diligence bei konkurrierenden Angeboten	157
1.	Börsenrechtliche Gleichbehandlungspflicht	157
a)	Der persönliche Anwendungsbereich der Gleichbehandlungspflicht	157
b)	Umfang der offenzulegenden Informationen	161
c)	Ausnahmen von der Gleichbehandlungspflicht	162
d)	Überwachung der Gleichbehandlung	164
2.	Gesellschaftsrechtliche Pflicht zur Gewährung einer Due Diligence	166
3.	Durchführung der Due Diligence	168
	Literaturverzeichnis	169

Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen

Rolf Watter/Dieter Dubs*

Inhalt

I.	Einführung: Trends im Übernahmebereich bis Sommer 2007	174
II.	Hedge Fund Taktiken im Optionsbereich (bis Sommer 2007)	180
	1. Überblick über „neue“ Angriffstaktiken	180
	2. Hiding Ownership: Vorgehen bis Sommer 2007	182
	3. Exaggerating Ownership	183
	4. Empty Voting	184
	5. Optionen zur Finanzierung	185
	6. Fallbeispiele	186
	a) Saurer	186
	b) Sulzer	188
	c) Implenla	190
III.	Wie ging das Recht bis Sommer 2007 mit solchen Taktiken um?	190
	1. Gegen „Hiding Ownership“	190
	2. Gegen „Exaggerating Ownership“	192
IV.	Änderung der BEHV-EBK im Sommer 2007	192
	1. Geschichte und Hintergrund	192
	2. Folgen der Änderung der BEHV-EBK	193
	3. Erste Rechtsfragen zur neuen BEHV-EBK	194
	4. Weitere Änderungen per 1. Dezember 2007	195
V.	Änderung des BEHG	198
	1. Geschichte	198
	2. Materielle Änderungen	198
	3. Folgen der Änderung des BEHG	199
	4. Die Suspendierung des Stimmrechts im Besonderen	200

M&A – Eine kleine rechtshistorische Untersuchung

Peter Kurer *

Inhalt

Zusammenfassung.....	213
I. M&A Marktumfeld.....	214
1. Dynamische Märkte.....	214
2. Selbstbewusstes Management.....	216
3. Gesamtwirtschaftliche Stabilität.....	218
4. Attraktive Finanzierungsmöglichkeiten.....	220
II. M&A Entwicklungen.....	223
1. Historische Übersicht.....	223
2. Regulatorischer Trend zu Harmonisierung und Konvergenz.....	224
3. Grenzüberschreitende Transaktionen.....	226
a) Globalisierung.....	226
b) Protektionismus.....	228
c) Investoren aus Schwellenländern.....	229
4. Aktionärs-Kampagnen.....	229
5. Finanzsponsoren und Hedge Funds.....	230
III. M&A Trends.....	233

10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz

Marco Superina

Inhalt

I.	Einführende Bemerkungen	239
II.	Statusbericht M&A-Markt Schweiz.....	240
III.	Rückblick auf zehn Jahre Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz.....	241
	1. Transaktionswährung.....	241
	2. Nationalität der Anbieter	243
	3. Beteiligungsaufbau	244
	4. Unfreundliche Öffentliche Übernahmeangebote	246
	5. Konkurrierende Angebote	248
	6. Going-Private-Transaktionen.....	250
IV.	Jüngste Entwicklungen im Bereich Öffentlicher Übernahmen	252
	1. Hedge Funds und Aktivisten.....	252
	2. Beteiligungsaufbau im Rahmen einer Öffentlichen Übernahme.....	255
	3. Going Private durch Finanzinvestoren.....	258
	4. Unfreundliche Übernahmen.....	260
V.	Fazit und Ausblick	261