

Corporate Governance

ROGER GRONER

Corporate Governance

Ein Zwischenfazit

«The stuff that dreams are made of.»*

Inhaltsübersicht

I. Swiss Code of Best Practice	280
II. Grundlagen	282
III. Markt für Manager	283
A. Turnier um Managementpositionen.....	283
B. Auswirkungen auf die Corporate Governance.....	285
C. Weitere Kosten unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder	286
IV. Markt für Unternehmenskontrolle	288
A. Kosten der Generalversammlung.....	288
B. Bedeutung des Stimmrechts.....	289
C. Transaktionskosten	291
1. Aktienrechtliche Hindernisse.....	291
2. Argumente des Verwaltungsrates.....	293
a) Unterbewertete Aktien.....	293
b) Stärkung der Verhandlungsposition	296
3. Börsenrechtliche Hindernisse	298
a) Meldepflicht	298
b) Prospektpflicht.....	299
c) Best Price Rule	301
d) Pflichtangebot.....	303
V. Fazit	306

* Die Antwort von Philipp Marlow (Humphrey Bogart) auf die Frage des Polizisten, was der *Maltese Falcon* eigentlich sei (*The Maltese Falcon*, U.S.-Spielfilm von John Huston, 1941), damit Prospero aus Shakespeares *The Tempest* wiedergebend.

I. Swiss Code of Best Practice

Filme basieren auf zwölf Geschichten und wiederholen sich dementsprechend (mit Variationen) ständig: «Alien» ist «Jaws» («Der weisse Hai») im Weltall; «Casino» ist «The Godfather» («Der Pate») in Las Vegas; «Titanic» ist «Love Story» auf einem Schiff; «The Lion King» ist «Hamlet» im Tierreich.

Dagegen gehen die Urheber von Corporate Governance-Kodifizierungen, wie etwa des Swiss Code of Best Practice, davon aus, dass es ein einziges Erfolgsrezept für die Ausgestaltung einer Publikumsgesellschaft gibt.¹ Der Swiss Code of Best Practice enthält eine Reihe von Empfehlungen an Publikumsgesellschaften zur Organisation des Unternehmens. Der Code lehnt sich stark an ausländische Vorbilder an.²

Die Empfehlungen des Code haben zwei Stossrichtungen: einerseits soll die Stellung der Generalversammlung verbessert werden, andererseits soll der Verwaltungsrat «investorenfreundlich» organisiert werden. Innovative Empfehlungen betreffen vor allem den Verwaltungsrat:

- Der Verwaltungsrat soll ausgewogen zusammengesetzt sein. Die Mehrheit soll aus Mitgliedern bestehen, die im Unternehmen keine Führungsaufgaben erfüllen (nicht exekutive Mitglieder; Ziff. 13 Code. Im Folgenden wird der Begriff «*unabhängiger Verwaltungsrat*» anstelle des Begriffs «*nicht exekutives Mitglied*» verwendet (im Bewusstsein der feinen Unterschiede).
- Geschäfte zwischen der Gesellschaft und Organmitgliedern oder ihnen nahe stehenden Personen unterstehen dem Grundsatz des Abschlusses zu Drittbedingungen (*dealing at arms' length*); sie werden unter Ausstand der Betroffenen genehmigt. Nötigenfalls ist eine neutrale Begutachtung anzuordnen (Ziff. 17 Code).
- Entschliesst sich der Verwaltungsrat «aus unternehmensspezifischen Gründen oder weil die Konstellation der verfügbaren Spitzenkräfte es nahe legt» zur Einheitsspitze (d.h. zur Personalunion des obersten Managers, CEO, und des Verwaltungsratsvorsitzenden), so sorgt er für adäquate Kontrollmechanismen. Namentlich soll der Verwaltungsrat in diesem Fall ein unabhängiges, erfahrenes Mitglied bestimmen, das befugt ist, Verwaltungsratssitzungen einzuberufen (Ziff. 19 Code).

¹ Dieser Schluss kann trotz der offenen Formulierung des *Code* gezogen werden. Andernfalls bedürfte es nämlich gar keines elaborierten Regelwerkes wie desjenigen des *Code*.

² Die ausländischen Modelle des *Code* sind namentlich der *Cadbury Report* (Grossbritannien 1992), der *Hampel Report* (Grossbritannien 1998), der für an der Börse London kotierte Unternehmen verbindliche *Combined Code*, *Rapport Viénot* (Frankreich), *German Code of Corporate Governance* (Deutschland) und der *OECD-Bericht zur Corporate Governance* von 1999. Nicht vergessen werden sollte auch der «Urvater», die *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, Volume 1 und 2, Washington D.C. 1992, des American Law Institute (ALI).

- Der Verwaltungsrat bildet ein Audit Committee, das die externe Revision und die interne Kontrolle des Jahresabschlusses vertieft analysiert. Das Audit Committee setzt sich wenn möglich aus unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrates zusammen (Ziff. 22 Code).

Der Code ist zwar nicht unmittelbar geltendes Recht. Trotzdem entfaltet er rechtliche Wirkungen, wenn er als Massstab dafür herangezogen wird, was ein hypothetischer, vernünftig handelnder Verwaltungsrat vorgekehrt hätte. Damit ist seine Verwendung als Sorgfaltsmassstab in Haftungsprozessen nicht auszuschliessen. Weiter gab der Code (bzw. die Corporate-Governance-Bewegung) dem Schweizer Gesetzgeber Anstoss, das Aktienrecht im Sinne der Corporate Governance zu revidieren.³ Der (begrüssenswerte) Leitliniencharakter des Code wird damit relativiert. Grund genug, sich mit dem Code, der einmütig positiv aufgenommen wurde,⁴ kritisch auseinanderzusetzen.

Im Folgenden wird das Zwischenfazit aufgestellt, dass der Code nicht effizient ist. Seine vermuteten Wohlstandsgewinne rechtfertigen seine Kosten nicht. Das freie Ermessen des Verwaltungsrates in Bezug auf die Organisation der Publikumsgesellschaft hat für Investoren höhere Renditen zur Folge als die Beschränkung der Organisationsfreiheit mittels «bester» Regeln. Die Schwäche der Schweizer corporate governance liegt nicht in Verwaltungsratsmitgliedern, die gleichzeitig Managementfunktionen wahrnehmen, sondern in der Beschränkung des market for corporate control durch Aktien- und Börsenrecht.

³ Zurzeit sind folgende Gesetzesreformen mit Auswirkungen auf das Aktienrecht hängig: *zur Corporate Governance und Transparenz*: Änderung des OR (Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des VR und der Geschäftsleitung) vom 7. Oktober 2005, BBl 2005, 5963 ff.; *zur Revisionspflicht*: Botschaft zur Änderung des OR (Revisionspflicht im Gesellschaftsrecht) sowie zum Bundesgesetz über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren (RAG) vom 23. Juni 2004, BBl 2004, 3969 ff.; *zur Rechnungslegung*: Vorentwurf und Begleitbericht zu einem Bundesgesetz über Rechnungslegung und Revision (RRG) der Expertenkommission «Rechnungslegungsrecht» vom 29. Juni 1998.

⁴ PIERRE TERCIER/WALTER A. STOFFEL, Das Gesellschaftsrecht 2000/2001, SZW 73 (2001), S. 282 ff., S. 283; DOMINIQUE BIEDERMANN/KASPAR MÜLLER, Ein kluger Kode fördert die Wirtschaft. Nötige Verbesserungen beim Swiss Code of Best Practice, Neue Zürcher Zeitung vom 28. Dezember 2001, S. 21.

II. Grundlagen

Die Diskussion über das «richtige» Aktienrecht wurde in den letzten 70 Jahren von der These von *Berle/Means* dominiert, wonach die Trennung von *Kapital* und *Kontrolle* zu einer Benachteiligung der Aktionäre führt.⁵

In der Publikumsgesellschaft sind diejenigen, die dem Unternehmen *Kapital* zur Verfügung stellen (die Risikoträger, d. h. Aktionäre und Kreditgeber), und diejenigen, die das Unternehmen führen und *kontrollieren* (Verwaltungsrat, Management), nicht die gleichen Personen.⁶ Infolge der Trennung von Kapital und Kontrolle stimmen die Interessen der Geschäftsführung und der Aktionäre nicht vollständig überein.⁷ Verhalten sich die Mitglieder der Leitungsorgane nämlich rational,⁸ werden sie ihren eigenen Nutzen optimieren, anstatt konsequent Aktionärsinteressen zu verfolgen.⁹ Es entstehen zwingend *Agency-Kosten*.¹⁰

Berle/Means gingen davon aus, dass ein Verwaltungsrat, der sich den Interessen der Aktionärseigentümer nur am Rande verantwortlich fühlt, aufgrund der breiten Streuung der Aktien im Publikum nicht mit Konsequenzen rechnen muss.¹¹

⁵ ADOLPH A. BERLE/GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932.

⁶ So müssen Verwaltungsratsmitglieder nur eine Pflichtaktie besitzen und der Verwaltungsrat kann nach Art. 716b OR die Geschäftsführung an Dritte übertragen (PETER BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, 3. Aufl., Zürich 2001, N 1578a ff.).

⁷ Der Vollständigkeit halber seien auch die beiden wichtigsten Vorteile der Trennung von *Kapital* und *Kontrolle* in der Publikumsgesellschaft angeführt: erstens können fähige, über Spezialkenntnisse verfügende Entscheidungsträger ohne Rücksicht auf deren Vermögen angeworben werden (DANIEL R. FISCHEL, *The «Race to the Bottom» revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, *Northwestern University Law Review* 76 [1982], S. 913 ff., S. 919). Zweitens ist es für die Gesellschaft leichter, Kapital zu beschaffen, da die Kapitalgeber über keine besonderen Fähigkeiten verfügen müssen (EUGENE F. FAMA, *Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance* 1970, S. 383 ff., S. 292).

⁸ Zum Menschenbild des rationalen Menschen GARY S. BECKER, *The Economic Approach to Human Behavior*, Chicago 1976, S. 3 ff.

⁹ FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Massachusetts)/London 1998 (unveränderter Nachdruck von 1991), S. 1; OLIVER WILLIAMSON, *Corporate Governance*, *Yale Law Journal* 94 (1984), S. 1197 ff., S. 1199.

¹⁰ Verwaltungsrat und Management sind ökonomisch betrachtet die *agents* («Beauftragten») der Aktionäre, da sie in deren Interesse tätig sein müssen. Aus diesem Grund werden die aus der Trennung von Kapital und Kontrolle resultierenden Kosten *Agency-Kosten* genannt. Die grössten *Agency-Kosten* rühren aus der Tatsache, dass der *agent* den Unternehmenswert nicht maximieren wird. Weitere Kosten entstehen daraus, dass der *principal* den *agent* überwachen wird (*monitoring costs*) und dass der *agent* dem *principal* gegenüber signalisieren wird, er verfüge über die nötigen Voraussetzungen, um den versprochene Tätigkeit zu erledigen (*bonding costs*). Vgl. MICHAEL JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economy* 3 (1976), S. 305 ff., S. 308.

¹¹ Da die Schaffung eines breit gestreuten Portfolios von Effekten sämtliche unsystematischen (die spezifisch aus einer bestimmten Effekte) stammenden Risiken beseitigt, verteilen rationale Anle-

Für Verwaltungsrat und Geschäftsführung kann damit die Versuchung gross sein, nicht hundertprozentig die Interessen der Aktionäre zu verfolgen, «bequeme» Entschiede zu fällen oder sich sogar auf Kosten der Aktionäre persönlich zu bereichern.¹² *Berle/Means* schlugen als Ausweg eine verstärkte Kontrolle der Manager durch staatliche Behörden vor.

Die Empfehlungen des *Code* scheinen auf der von *Berle/Means* konzipierten Vision der Hilflosigkeit der Investoren gegenüber einem mächtigen Verbund von Verwaltungsrat und Geschäftsführung zu basieren.¹³ Im Gegensatz zum von *Berle/Means* vorgeschlagenen Ausweg der staatlichen Aufsicht sollen nach dem Konzept des *Code unabhängige Verwaltungsratsmitglieder* für Abhilfe schaffen (Ziff. 13 Code). Die Kontrolle soll aus den Händen von im Unternehmen tätigen Managern in die Hände von Verwaltungsratsmitgliedern gelegt werden, die nicht in der Geschäftsführung vertreten sind.¹⁴ Unabhängige Verwaltungsratsmitglieder sind damit die Lösung für ein vermutetes *Marktversagen*.¹⁵

Stimmt diese Betrachtungsweise? Bestehen nicht genügend Anreize für die Geschäftsführung, im Interesse der Aktionäre tätig zu sein?

III. Markt für Manager

A. Turnier um Managementpositionen

Potentielle und aktuelle Mitarbeiter von Unternehmen stehen in einem Wettbewerb um möglichst hohe Positionen innerhalb der Unternehmenshierarchie. Sie kämpfen auf mehreren Turnierebenen gegen andere Mitarbeiter, zuerst um Posi-

ger ihre Investitionsmittel auf unterschiedliche Effekten. Dadurch lohnt es sich für einen Anleger nicht, die Kosten für die Überwachung des Managements der verschiedenen Unternehmen, in die er investiert hat, zu übernehmen (*Collective Action Problem*; vgl. dazu WILLIAM T. ALLEN, *Mergers and Acquisitions*, New York 2000, S. 9).

¹² Durch das Überleben bzw. über 120-jährige Bestehen Schweizer Aktiengesellschaften wissen wir immerhin, dass im Grossen und Ganzen die Vorteile der Trennung von Aktionären und Management deren Nachteile überwiegen.

¹³ So jedenfalls die Vorarbeiten zum Code, vgl. KARL HOFSTETTER, Bericht «Corporate Governance in der Schweiz», Vernehmlassungsunterlage vom 24. September 2001, S. 4.

¹⁴ Die unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder sollen namentlich die Grundsätze der finanziellen Entschädigung des Verwaltungsrates und des Managements erarbeiten, deren Befolgung überwachen sowie die Geschäfte zwischen Management und der Gesellschaft überprüfen; vgl. Ziff. 26 Code.

¹⁵ Namentlich sollen mit Befolgung der Grundsätze Konkurse und exzessive Entschädigungen des Managements verhindert oder zumindest reduziert werden; vgl. TERCIER/STOFFEL, S. 283: «Die darin [im Code, Anmerkung des Verfassers] enthaltenen Vorschläge betreffen unter anderem die Tätigkeitsweise des Verwaltungsrates. Wenn sie in Zukunft befolgt werden sollten, würden sich Fälle wie Kuoni und Swissair vielleicht anders abspielen.»

tionen im mittleren Management, dann – je länger sie im Unternehmen tätig sind und sich in den Turnieren bewährt haben – um höhere Managementpositionen (kurz «Markt für Manager»).¹⁶ Je höher die Position eines Managers ist, desto eher wird er von der Aussicht auf eine Beförderung angetrieben als durch unmittelbare finanzielle Anreize.¹⁷ Dadurch werden Manager versuchen, ihre Arbeit möglichst effizient zu erledigen.¹⁸

Die Leistung der Mitarbeiter wird anhand ihres Beitrages zur Steigerung des Unternehmenswertes beurteilt. Je grösser die Kompetenzen des Mitarbeiters sind, desto eher hat sein Beitrag einen Effekt auf den Aktienkurs. Die Leistung des Topmanagements wird damit primär anhand der Steigerung des Aktienkurses gemessen.¹⁹ Wer zur Kurssteigerung beiträgt, wird befördert. Wer Unternehmenswert vernichtet, wird früher oder später in der Hierarchie stecken bleiben oder das Unternehmen verlassen. Der Markt für Manager wirkt damit wie ein Magnet, der die Interessen von Management und Aktionären näher bringt. Die Gleichrichtung der Interessen wird noch verstärkt, indem die Kompensation der Manager an den Aktienkurs geknüpft wird.²⁰

Ein erheblicher Teil der Eigenschaften und Fähigkeiten von Managern ist *unternehmensspezifisch*. Dies bedeutet, dass die Manager in anderen Unternehmen nicht den gleichen Nutzen erzielen können wie in demjenigen, für das sie bereits tätig sind.²¹ Beispielsweise hat ein Abteilungsleiter eines Softwareunternehmens persönliche Kontakte zu den Kunden geschaffen, er hat in das Know-how zum Vertrieb

¹⁶ Grundlegend EUGENE F. FAMA/MICHAEL C. JENSEN, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26 (1983), S. 301 ff., S. 302.

¹⁷ DAVID B. WILKINS/G. MITU GULATI, Reconceiving the Tournament of Lawyers: Tracking, Seeding, and Information Control in the Internal Labor Markets of Elite Law Firms, *Virginia Law Review* 84 (1998), S. 1581 ff., S. 1583.

¹⁸ EASTERBROOK/FISCHEL, S. 95; LEVMORE, SAUL, Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings, *Yale Law Journal* 92 (1982), S. 49 ff., S. 60.

¹⁹ Exemplarisch das Urteil des Wall Street Journals zur Leistung des früheren CEO der Zurich Financial Services: «Even so, there are still pitfalls ahead. Capital constraints may threaten the dividend. And chairman Rolf Hüppi, chief architect of Zurich's woes, remains in charge. Zurich now trades on a multiple of about 1.3 times embedded value, against a European average of 1.6 to 1.8 times. Investors are registering a vote of no confidence in Mr. Hüppi. Part of this discount is down to him.» Aus: *Breakingviews Column for the Wall Street Journal Europe*, *The Wall Street Journal* vom 24. Dezember 2001. Auf die Bekanntgabe des Rücktritts von Hüppi stieg der Aktienkurs auch sogleich um 14 Prozent (Zürich-Chef Rolf Hüppi gibt einen Dirigentenstab ab, *Neue Zürcher Zeitung* vom 25. Februar 2002, S. 33).

²⁰ BRIAN R. CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford 1997, S. 521; STEPHEN A. ROSS/RANDOLPH W. WESTERFIELD/JEFFREY JAFFE, *Corporate Finance*, 5. Aufl., Boston et alt. 1999, S. 571; JAY DIAL/KEVIN J. MURPHY, Incentives, downsizing, and value creation at General Dynamics, *Journal of Financial Economics* 37 (1995), S. 261 ff..

²¹ POSNER, RICHARD A., *Law and the Theory of Finance: Some Intersections*, *George Washington Law Review* 54 (1986), S. 159 ff., S. 164; *Michael H. McDaniel*, Bondholders and Corporate Governance, *Business Law* 41 (1986), S. 413 ff., S. 433 f.

und zur Herstellung der Software investiert und er kennt die Betriebsabläufe innerhalb seines Unternehmens. Ein Wechsel von einem Unternehmen zum anderen bedeutet damit einen Wertverlust für den Manager. Ein Manager wird sich deswegen auf die Karriere in «seinem» Unternehmen konzentrieren, was ebenfalls dazu beiträgt, dass ein Manager Aktionärsinteressen wahrnimmt.

Weiter hat das Turnier um Managementpositionen zur Folge, dass die Konkurrenten sich gegenseitig überwachen werden.²² «Fehler» des Konkurrenten, d.h. nicht den Unternehmenswert steigerndes Verhalten, werden der nächsthöheren Führungsebene angezeigt, die über die Beförderung entscheidet. Denn damit verschafft sich der Anzeigende einen Vorteil gegenüber seinem ineffizienten Konkurrenten. Mittleres und höheres Management funktioniert dadurch als *watchdog* im Interesse der Aktionäre.

Zugegeben, der Markt für Manager funktioniert nicht jederzeit und durchwegs optimal. Wie in jedem Markt bestehen Transaktionskosten und Informationslücken. Das Überleben erfolgreicher Unternehmen belegt aber, dass sich früher oder später diejenigen Personen durchsetzen werden, die dem Unternehmen den grössten Nutzen versprechen (und einhalten), genauso wie diejenigen Lieferanten berücksichtigt werden, die dem Unternehmen die benötigten Produkte zu den besten Bedingungen anbieten.²³ Der Markt für Manager bewirkt damit eine Annäherung der Interessen von Management und Aktionariat.

B. Auswirkungen auf die Corporate Governance

Was bedeutet das Konzept des Turniers der Manager für die *corporate governance*? Eine effiziente *governance* wird den Markt für Manager so strukturieren, dass (1) den Mitarbeitern glaubhaft versprochen wird, dass ihre Leistung mit einer Spitzenposition in der Unternehmenshierarchie belohnt wird, und dass (2) die gegenseitige Überwachung funktioniert.

Eine Reduktion der Zahl von Verwaltungsratspositionen für Manager, um unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern Platz zu schaffen (wie im *Code* vorgesehen), reduziert die Aussicht von im Unternehmen Tätigen, im Verwaltungsrat Einsitz nehmen zu können.²⁴ Damit kann die Gesellschaft ihren Managern weniger glaub-

²² FAMA/JENSEN, S. 302; SUSAN SAAB FORTNEY, Am I My Partner's Keeper? Peer Review in Law Firms, University of Colorado Law Review 1995, S. 329 ff., S. 344 ff.

²³ FRANK H. EASTERBROOK, Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence, Delaware Journal of Corporate Law 9 (1985), S. 540 ff., S. 555.

²⁴ Die Einsitznahme im Verwaltungsrat einer Publikumsgesellschaft ist mit Prestige verbunden. Daneben hat der Verwaltungsrat nach Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR die Oberleitung der Gesellschaft zur unübertragbaren Aufgabe (vgl. BÖCKLI, N 1578a ff.; JEAN-FRITZ STÖCKLI, Unübertragbare Aufgaben des Verwaltungsrates, AJP 1994, S. 581 ff.). Will ein Manager damit die höchste

haft versprechen, in die oberste Führungsposition aufzurücken.²⁵ Der Anreiz, im Markt für Manager teilzunehmen, wird damit tendenziell reduziert. Genauso wie eine Kürzung des Preisgeldes am *Swiss Tennis Open* dazu führt, dass weniger Tennistars teilnehmen werden, wird eine Reduktion der Zahl von Verwaltungsratspositionen weniger erfolgsversprechende Manager anlocken und ihren Anreiz limitieren, sich in der Unternehmenshierarchie nach oben zu kämpfen. Die Empfehlung des *Code*, wonach der Verwaltungsrat mehrheitlich aus nicht im Unternehmen tätigen Personen zusammengesetzt werden soll,²⁶ schafft dadurch *Agency-Kosten*.

C. Weitere Kosten unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder

Mit einer Mehrheit unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder als Kontrollinstanz entstehen folgende weitere Kosten:

Erstens haben unabhängige Mitglieder nicht das gleiche Interesse wie Management-Verwaltungsräte, erfolgsversprechende Investitionsprojekte oder Transaktionen vorzunehmen wie ihre im Unternehmen tätigen Kollegen. Ihre Beteiligung am Aktienkapital ist klar geringer als diejenige der exekutiven Verwaltungsratsmitglieder.²⁷ Ausserdem hängt ihre Karriere nicht von der Steigerung des Unternehmenswertes ab, wie dies bei im Unternehmen tätigen Verwaltungsratsmitgliedern der Fall ist. Schliesslich stehen sie auch unter einem geringeren Druck, im Markt für Manager ihre Konkurrenten auszustechen.

Zweitens besteht auch bei unabhängigen Mitgliedern eine *Agency-Problematik*. Sie sollten im Interesse der Aktionäre die Geschäftsführung überwachen. Sie vergrössern aber ihren Eigennutzen, wenn sie wenig Zeit und Kosten in ihre Kontrollfunktion investieren. Gerade wegen ihrer Unabhängigkeit haben sie keinen unmittelbaren Anreiz, Sorgfalt und Mühe bei der Kontrolle einzusetzen.²⁸ Was würden unabhängige Verwaltungsratsmitglieder auch gewinnen, wenn sie jeden Tag 10 Stunden zur Kontrolle des Managements aufwenden würden? Ihre Entschädigung bleibt die Gleiche, ob sie sich bemühen oder nicht. Sogar wenn sie den Aufwand

Position in der Hierarchie erreichen, wird er eine Verwaltungsratsposition anstreben. Eine andere Lösung ist wegen der zwingenden Natur von Art. 716a OR nicht möglich.

²⁵ EASTERBROOK, S. 555.

²⁶ Ziff. 13 Code.

²⁷ Die Beteiligung des Managements am Unternehmen mittels Aktien und Optionen ist für die Aktionäre mit Kosten verbunden, da ihr Anteil am «Kuchen» sinkt. Aus diesem Grund ist es für die Aktionäre typischerweise nicht vorteilhaft, die unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder mit einer erheblichen Beteiligung am Aktienkapital dazu zu veranlassen, (gleich wie die abhängigen Verwaltungsräte) im Aktionärsinteresse tätig zu sein.

²⁸ Bezeichnenderweise verpassten mehr als 10 unabhängige Verwaltungsratsmitglieder amerikanischer Spitzenunternehmen zwischen 25 und 40 Prozent der jährlichen Verwaltungsratssitzungen (Directors in the Hot Seat, Business Week vom 8. Dezember 1997, S. 100 ff.).

im Hinblick auf die effiziente Aufgabenerfüllung auf sich nehmen würden, führte dies zu einem Paradoxon: Würden sie 10 Stunden am Tag darauf verwenden, die Geschäftsführung zu kontrollieren, würden sie praktisch *executive directors* werden und ihre Unabhängigkeit verlieren.²⁹

Drittens kann ein Fragezeichen hinter die «Unabhängigkeit» unabhängiger Mitglieder gestellt werden.³⁰ Regelmässig übt das Management einen erheblichen Einfluss auf die Auswahl der Kandidaten aus, die für einen Posten in Frage kommen – sogar wenn ein *Personal Committee* unabhängiger Mitglieder formell die Verantwortung dafür trägt.³¹ Nur in Extremfällen werden unabhängige Verwaltungsratsmitglieder damit ihre Wiederwahl durch «querulatorisches» Verhalten gefährden.

Viertens, und vielleicht am wichtigsten, sind unabhängige Verwaltungsratsmitglieder weniger gut informiert als ihre im Unternehmen tätigen Verwaltungsratskollegen. Damit sind sie weniger effizient. Denn solange sie nicht 10 Stunden am Tag darauf verwenden, sich über die Geschäftsführung zu informieren, wird es ihnen nie gelingen, das Management richtig zu kontrollieren.³² Ein Grossunternehmen wie die UBS kann nicht mit 10 Stunden im Monat effizient überwacht werden.

Diese Ausführungen bedeuten nicht, dass unabhängige Verwaltungsratsmitglieder fehl am Platze sind. Unabhängige Verwaltungsratsmitglieder können als passive Kontrolleure der Managementleistung dienen und im Notfall einen Wechsel innerhalb des Managementteams initiieren. Ihr Nutzen ist aber nicht unbeschränkt und ihre Leistung nicht per se derjenigen abhängiger Verwaltungsratsmitglieder überlegen.

Die Behauptung, eine Mehrheit unabhängiger Mitglieder sei die beste Lösung,³³ überzeugt nicht. Die genaue Zahl der nicht exekutiven Mitglieder ist eine Frage, die besser dem Ermessen der Führung einer jeden Publikumsgesellschaft – und damit der Beurteilung durch den Markt – überlassen wird. Dies wird auch

²⁹ Hinzu kommt, dass die Aktionäre die Leistung der unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder mangels Transparenz der VR-Sitzungen nicht beurteilen können. Ineffizienz eines unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedes wird damit nicht geahndet, solange die anderen Verwaltungsratsmitglieder nicht einschreiten.

³⁰ Vielfach haben «unabhängige» (nicht exekutive) Verwaltungsratsmitglieder geschäftliche Verbindungen mit der Gesellschaft. Beispielsweise erbringen sie als Anwälte oder *Investment Banker* Dienstleistungen für das Unternehmen und wollen ihre Verbindung nicht gefährden (vgl. Empfehlung V i.S. Baumgartner vom 31. Januar 2002 E. 4).

³¹ REINIER H. KRAAKMAN, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, *Yale Law Journal* 93 (1984), S. 857 ff., S. 892.

³² Zum Informationsbedarf der Verwaltungsratsmitglieder und zur zeitnahen Begleitung von Managemententscheidungen BÖCKLI, N 1745 f.

³³ Ziff. 13 Code. Vielleicht waren sich auch die Verfasser des Code nicht ganz wohl in der Formulierung «bester» Organisationsregeln. Ansonsten hätten sie ihre Empfehlungen nicht so offen formuliert.

empirisch belegt. Noch keine einzige Studie fand eine positive Korrelation zwischen der Zahl unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder und der Steigerung des Unternehmenswertes.³⁴

IV. Markt für Unternehmenskontrolle

A. Kosten der Generalversammlung

Ein Anliegen des Code ist, die Stellung der Generalversammlung zu stärken: «Die Gesellschaft sorgt dafür, dass die Generalversammlung als Ort der Kommunikation benützt wird und ihre Aufgabe als oberstes Organ gut informiert erfüllen kann.»³⁵ Macht dies Sinn?

Das Ausüben des Stimmrechts verursacht Kosten. Erstens bindet die Organisation und Durchführung einer Generalversammlung Managementkapazitäten und fordert immaterielle und materielle Aufwendungen.³⁶ Zweitens hat sich eine abstimmende Aktionärin über das an der Generalversammlung traktandierete Geschäft zu informieren und an der Generalversammlung teilzunehmen.³⁷ Dies sind direkte, die Aktionärin treffende Kosten.

Zudem besteht ein *collective action problem*, da die Aktionärin weiss, dass ihre Stimmabgabe eine Abstimmung oder Wahl nicht entscheiden wird. Konsequenterweise wird keine rational handelnde Aktionärin die Kosten der Stimmabgabe auf sich nehmen. Führte beispielsweise die Annahme eines bestimmten Traktandums an der Generalversammlung zu einem Gewinn von CHF 100 pro Aktie und jede Aktionärin weiss, dass aufgrund der weiten Streuung der Stimmrechte ihre Stimmabgabe den Generalversammlungsbeschluss nicht entscheidend beeinflussen wird,

³⁴ Im Gegenteil, manche Unternehmen mit «schlechter» *corporate governance* schlagen ihre Konkurrenten mit «guter» *governance*. Disney beispielsweise, eine bekannte Gesellschaft mit dem wohl schlechtesten *board* (im Unternehmen tätige Verwaltungsratsmitglieder, «unabhängige» Mitglieder mit starken Verflechtungen und schwachem Durchsetzungsvermögen wie etwa die Kindergartenlehrerin der Kinder des CEO), hat seit der Tätigkeit von MICHAEL EISNER zweistellige jährliche Renditen über einen längeren Zeitraum erzielt (vgl. *If a Company Prospers, Should Its Directors Behave by the Book?*, *The Wall Street Journal* vom 24. Februar 1997). Von 2000–2006 wurden mit Disney-Aktien dagegen geringere Renditen als mit einem Investment in den Dow Jones- oder Nasdaq-Index erzielt.

³⁵ Ziff. 3 Code.

³⁶ Diese Kosten umfassen etwa die Druck- und Versandkosten der Einladung zur Generalversammlung, die Kosten der diversen Stimmrechtsvertreter im Sinne von Art. 689c ff. OR sowie die Kosten der Miete, der Gestaltung und der Reinigung eines passenden Saales.

³⁷ Die Aktionärin könnte sich auch eines unabhängigen Stimmrechtsvertreters im Sinne von Art. 689c OR bedienen. In diesem Fall würde sie seine Kosten indirekt (über die reduzierten Profite der Gesellschaft) tragen.

wird die optimale Investition der Aktionärin in die Stimmabgabe CHF 0 betragen. Sogar wenn der Gewinn aus der Abstimmung für eine einzelne Aktionärin mit mehreren Aktien gross wäre (beispielsweise für eine Pensionskasse mit 10 000 Aktien, resultierend in einen Gewinn von CHF 1 000 000), würde dies den Anreiz, passiv zu bleiben, nicht ändern, da ihre Stimmabgabe nicht wirklich zählt. Sie wird sich darauf verlassen, dass die restlichen Aktionäre korrekt entscheiden werden (free rider-Problem).³⁸

Sogar wenn eine Aktionärin die Kosten auf sich nimmt und sich über ein Generalversammlungsgeschäft informiert, stellt sich das Problem, die anderen Aktionäre zu überzeugen, in einem bestimmten Sinn abzustimmen. Das Gleiche gilt bei der Kontrolle des Managements. Entdeckt eine Aktionärin, dass sich die Geschäftsführung nicht im Interesse der Aktionäre verhält, wird sie infolge des Koordinationsproblems die Aktien einfach verkaufen und nicht versuchen, an der Generalversammlung einen Richtungswechsel zu veranlassen.³⁹

Verhält sich die Aktionärin somit rationell, wird sie das Management nicht kontrollieren, sich über die an der Generalversammlung traktandierten Geschäfte nicht informieren, nicht abstimmen oder zumindest immer gemäss den Anträgen des informierten Verwaltungsrates die Stimme abgeben.⁴⁰ Angesichts dessen ist die vom Code angestrebte Stärkung der Stellung der Generalversammlung und Erleichterung der Stimmrechtsausübung kein effizientes Ziel.

B. Bedeutung des Stimmrechts

Die obigen Ausführungen bedeuten nicht, dass dem Stimmrecht überhaupt keine Bedeutung zukommt. Die Bedeutung des Stimmrechts als Kontrollinstrument schlummert. Verhalten sich die Aktionäre rationell, wird das Stimmrecht nicht im Rahmen der Generalversammlung wahrgenommen, sondern erst im «Notfall»,

³⁸ FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHEL, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, Harvard Law Review 94 (1981), S. 1161 ff., S. 1171.

³⁹ EASTERBROOK/FISCHEL, S. 1171. Exemplarisch das Problem der Söhne der Gründer von Hewlett-Packard Co., die (als Eigentümer und Vertreter eines Aktienpakets von rund 15 Prozent des Aktienkapitals) sich der Fusion von Hewlett-Packard mit Compaq Computers widersetzen. Sie versuchten, mittels Pressecommuniqués, Zeitungsinseraten und Websites ihre Mitaktionäre zu erreichen (vgl. Sons of Hewlett-Packard Founders Strike Out Against Deal Execution, The Wall Street Journal vom 24. Januar 2002; For a Hewlett, Merger Raises a Basic Fear, The New York Times vom 28. Januar 2002).

⁴⁰ Publikumsgesellschaften versuchten in der Vergangenheit, den fehlenden Anreiz rationaler Aktionäre, an der Generalversammlung teilzunehmen, zu minimieren, indem den teilnehmenden Aktionären gewisse, nur an der Generalversammlung erhältliche Vorteile (Essen, Reisegutscheine, vom Unternehmen produzierte Güter) zugänglich gemacht wurden (vgl. PETER FORSTMOSER, Sachausschüttungen im Gesellschaftsrecht, in: Festschrift für Max Keller, Zürich 1989, S. 701 ff.).

wenn die Leistung des Managements ungenügend ist – im Rahmen des Marktes für Unternehmenskontrolle («*market for corporate control*») durch Verkauf des Stimmrechts.⁴¹ Idealerweise funktioniert dieser wie folgt:

Sind Aktien an einer liquiden Börse kotiert, widerspiegeln nach der *efficient capital market hypothesis* die Kurse sofort alle im Markt vorhandenen Informationen. In einem liquiden Markt bestimmen professionelle Investoren (wie Fondsmanagers, *market makers*, Handelsabteilungen von Banken oder Arbitrageure) mit ihrem grossen Handelsvolumen den Preis. Diese Investoren bezahlen für die Aktien einen Betrag, der dem *net present value* (NPV) der projizierten zukünftigen Zahlungsströme des Unternehmens entspricht.⁴² Dabei stützen sich die Investoren auf «harte Informationen» (bekannte Tatsachen wie erzielte Ergebnisse oder Marktanteile des Unternehmens) und «weiche Informationen» (Projektionen über die zukünftige Entwicklung).⁴³ Die konstante Unternehmensbewertung aufgrund der neuesten Informationen durch Käufer und Verkäufer führt dazu, dass der Preis sich auf dem Stand einpendelt, der der jeweiligen Informationslage entspricht.

Bereichert sich die Geschäftsführung auf Kosten der Aktionäre oder ist sie schlicht unfähig, wird sich dies in geringeren Erträgen und tieferen Börsenkursen widerspiegeln.⁴⁴ Durch diese Signale werden über kurz oder lang professionelle Investoren oder Unternehmen der gleichen Branche angelockt, die es für lohnend erachten, eine Beteiligungsmehrheit zu erwerben und den Unternehmenswert unter einem fähigeren Management zu steigern. Die Investoren haben für den Erwerb der Beteiligungsmehrheit eine Prämie zum bisherigen Börsenkurs zu bezahlen. Wenn diese Investoren nicht überzeugt wären, dass mit der Übernahme der Gesellschaft deren Erträge gesteigert werden könnten, würden sie sich durch das Bezahlen der Prämie vollkommen irrational verhalten.⁴⁵ Tendenziell wird ein Anbieter, der einen höheren Preis offeriert, damit das Unternehmen besser nutzen können. Schon durch die potentielle Gefahr, dass ineffiziente Manager durch fähigere Teams ausgetauscht werden, werden die *Agency*-Kosten in Grenzen gehalten. Der Mechanismus des *market for corporate control* ist deshalb volkswirtschaftlich sinnvoll.

⁴¹ Der Begriff «*market for corporate control*» wurde erstmals von HENRY G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, *Journal of Political Economy* 73 (1965), S. 110 ff., verwendet.

⁴² ROSS/WESTERFIELD/JAFFE, S. 234.

⁴³ RONALD J. GILSON / REINIER H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, *Virginia Law Review* 70 (1984), S. 549 ff., S. 562.

⁴⁴ DANIEL R. FISCHEL, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, *Texas Law Review* 57 (1978), S. 1 ff., S. 1 und S. 5.

⁴⁵ FISCHEL, S. 926.

C. Transaktionskosten

1. Aktienrechtliche Hindernisse

Das Schweizer Aktienrecht setzt der Übernahme einer schlecht geführten Gesellschaft gegen den Willen ihres Verwaltungsrates Hindernisse in den Weg. Ökonomisch gesprochen schafft das Aktienrecht Transaktionskosten im *market for corporate control*. Dem Management von Publikumsgesellschaft stehen insbesondere folgende Möglichkeiten offen, die Kontrollübernahme durch einen Dritten erheblich zu erschweren:

- Der Verwaltungsrat kann einen Erwerber als Aktionär ablehnen, wenn die Statuten eine prozentmässige Begrenzung der Namenaktien vorsehen, für die ein Erwerber als Aktionär anerkannt werden muss, und diese Begrenzung überschritten wird (Art. 685d Abs. 1 OR). Überschreitet ein Käufer vinkulierter börsenkotierter Namenaktien die statutarische Grenze, darf ihn die Gesellschaft als «Vollaktionär» ablehnen und ihn als «stimmrechtslosen» Aktionär mit den die Grenze überschreitenden Aktien eintragen.⁴⁶ Faktisch kann die Gesellschaft somit eine Grenze der Stimmrechtsausübung einführen und den Kontrollübergang verhindern.⁴⁷
- Nach Art. 692 Abs. 2 OR können die Statuten die Stimmzahl der Besitzer mehrerer Aktien beschränken. Enthalten die Statuten einen solchen Plafond, vermittelt das über die Grenze hinausgehende Eigentum an Aktien keinen Einfluss.⁴⁸ Die über die Grenze hinausgehenden Aktien (genauso wie die vinkulierten «stimmrechtslosen» Aktien) gelten an einer Generalversammlung als «nicht anwesend».⁴⁹ Damit ist es dem Grossaktionär nicht möglich, Beschlüsse zu blockieren. Er hat somit nicht einmal eine Sperrminorität, die den Verwaltungsrat veranlassen würde, sich mit ihm ins Gespräch zu setzen.⁵⁰
- Die Beseitigung dieser Statutenbestimmungen kann dadurch erschwert werden, indem in ihnen vorgesehen wird, dass zu ihrer Abänderung oder Streichung eine qualifizierte Mehrheit von Stimmen (beispielsweise 80 Prozent der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen) erforderlich ist. Eine solche Petrifizierungs- oder *lock up*-Klausel bedarf zwar nach Art. 704 Abs. 2 OR des gleichen

⁴⁶ Art. 685f Abs. 2 und Abs. 3 OR; BÖCKLI, N 653 ff.

⁴⁷ Sogar wenn ein Aktionär 51 Prozent der Stimmrechte verfügt, kann er allenfalls nur 2 Prozent der Stimmrechte ausüben.

⁴⁸ Mit dieser Bestimmung soll eine Streuung des Einflusses erreicht werden (BÖCKLI, N 1411).

⁴⁹ Vgl. ERIC L. DREIFUSS / ANDRÉ E. LEBRECHT, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht. Obligationenrecht II, Art. 716-731 OR, *Honsell/Vogt/Watter* (Hrsg.), Basel/Frankfurt a.M. 1994, N 9 zu Art. 703 OR.

⁵⁰ Vorausgesetzt ist, die Statuten stellen für Generalversammlungsbeschlüsse auf anwesende Stimmen und nicht auf Mehrheiten des Kapitals ab; vgl. RUDOLF TSCHÄNI, Erster Bundesgerichtsentcheid zum börsengesetzlichen Übernahmerecht, SZW 2001, S. 298 ff., S. 303 f.

qualifizierten Mehrs, wie in der Statutenbestimmung beantragt.⁵¹ Aufgrund des fehlenden Anreizes, an der Generalversammlung teilzunehmen, bzw. aufgrund des Anreizes, stets im Sinne des Verwaltungsrates abzustimmen, stehen der Aufnahme einer Petrifizierungsklausel aber keine unüberwindbaren Hindernisse entgegen.

- Nach Art. 705 Abs. 1 OR ist die Generalversammlung berechtigt, die Mitglieder des Verwaltungsrates abzurufen. Die Gesellschaftsstatuten können an das zwingende Abberufungsrecht höhere Anforderungen stellen als im Gesetz vorgesehen, beispielsweise eine qualifizierte Mehrheit.⁵² Das Bundesgericht hält auch eine statutarische Bestimmung für zulässig, die Abberufung von jeweils nur einem Teil (etwa einem Drittel) des Verwaltungsrates pro Geschäftsjahr zu erlauben.⁵³ Ein unfreundlicher Übernahmever such wird damit stark erschwert.⁵⁴ Mitunter kann ein Investor, obwohl er nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot die Aktien- und Stimmenmehrheit erworben hat und die Generalversammlung der Abschaffung der Stimmrechtsbeschränkung zustimmt, nicht sogleich eine Mehrheit des Verwaltungsrates auswechseln, sondern muss damit bis zum nächsten Geschäftsjahr warten.

Ein professioneller Investor, der eine schlecht geführte Gesellschaft ohne Zustimmung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft übernehmen will, muss die oben dargelegte statutarische Beschränkung seiner Stimmkraft beseitigen. Hierzu wird er gestützt auf Art. 699 Abs. 3 OR eine Generalversammlung einberufen und die Streichung der entsprechenden Statutenbestimmungen oder die Abwahl des Verwaltungsrates traktandieren lassen.⁵⁵ Um den Aktionären einen Anreiz zu geben, in seinem Sinne an der Generalversammlung abzustimmen, wird er sein öffentliches Kaufangebot von einem entsprechenden Generalversammlungsbeschluss

⁵¹ Vgl. BÖCKLI, N 1405 f.

⁵² BÖCKLI, N 1472; F. WOLFHART BÜRGI, Zürcher Kommentar. Die Aktiengesellschaft (Art. 698–730), Zürich 1969, N 26 zu Art. 703 OR.

⁵³ BGE 117 II 290 ff. (Canes c. Nestlé).

⁵⁴ Das Vorbild sind die *staggered* bzw. *classified boards* amerikanischer Gesellschaften. Die meisten *corporate statutes* der amerikanischen Gliedstaaten sehen nämlich vor, dass Verwaltungsratsmitglieder nur wegen eines wichtigen Grundes (*for cause*) von der Generalversammlung vorzeitig abberufen werden können (vgl. Section 141(k) Delaware Corporate Code). Um die Kontrollübernahme zu verzögern, sehen die Gesellschaftsstatuten eine gestaffelte Amtsdauer der Verwaltungsratsmitglieder vor. Damit kann jeweils nur ein Teil der Mitglieder «grundlos» abberufen werden (WILLIAM J. CARNEY, *Mergers and Acquisitions. Cases and Materials*, New York 2000, S. 253 f.).

⁵⁵ Vgl. Empfehlung IV i.S. InCentive Capital AG / Sulzer AG vom 11. April 2001, E. 8.3; Angebotsprospekt der Compass Group PLC an die Aktionäre der Selecta Group vom 26. März 2001; Angebotsprospekt der Stancroft Trust Limited an die Aktionäre der Intersport PSC Holding AG vom 9. August 2000.

mittels einer Bedingung abhängig machen.⁵⁶ Die Aktionäre wissen damit, dass sie die Prämie zum Börsenkurs nur erhalten, wenn sie an der Generalversammlung ihre Stimme im Sinne des Investors abgeben.⁵⁷

Andererseits wird der zur Abwehr entschlossene Verwaltungsrat versuchen, mit einer diskriminatorischen Eintragungspraxis den Generalversammlungsbeschluss zu torpedieren. «Freundlichen», d.h. dem Management wohlgesonnenen Grossaktionären wird erlaubt, mit ihrer vollen Stimmkraft abzustimmen, während die Stimmrechtsausübung des «feindlichen» Investors gemäss den Statuten beschränkt ist.⁵⁸ Der die Kontrolle über die Gesellschaft anstrebende Investor muss damit, vor dem Generalversammlungsdatum, den langwierigen Prozessweg beschreiten, um die diskriminatorische Eintragungs- bzw. Stimmrechtsausübungspraxis des Verwaltungsrates zu unterbinden.⁵⁹

Kurz: der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft verfügt über ein Arsenal von Defensivmassnahmen, um einen feindlichen Übernahmeversuch abzuwehren.

2. Argumente des Verwaltungsrates

a) Unterbewertete Aktien

Können die Defensivmassnahmen des Verwaltungsrates gerechtfertigt werden? Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft wird sich auf den Standpunkt stellen, dass der vom Anbieter offerierte Angebotspreis den wahren Wert der Aktien nicht wider-

⁵⁶ Pflichtangebote im Sinne von Art. 32 BEHG dürfen (ausser bei Vorliegen wichtiger Gründe) nicht an Bedingungen geknüpft werden (Art. 32 Abs. 2 BEHV-EBK). Wichtige Gründe liegen aber vor, wenn die zu erwerbenden Beteiligungspapiere kein Stimmrecht verschaffen. Aus diesem Grund kann der Anbieter sein öffentliches Angebot an die Bedingung der Abschaffung der Stimmrechtsbeschränkung knüpfen, auch wenn die Gesellschaft kein *opting out* vorgenommen hat.

⁵⁷ Der Anbieter kann jedoch nicht sein Angebot an die Bedingung knüpfen, dass der Verwaltungsrat die Vinkulierungsklausel künftig nicht mehr anwenden wird (Empfehlung i.S. Baumgartner vom 16. Juli E. 8.2) oder den Anbieter mit einer so grossen Beteiligung einträgt, dass die Vinkulierungs- oder Stimmrechtsbeschränkung praktisch aufgehoben wird (Empfehlung II i.S. Baumgartner vom 27. Juli 2001 E. 1). Eine solche Bedingung widerspräche den Statuten, die der Verwaltungsrat zu befolgen hat. Damit ist sie unrechtmässig und ungültig (Empfehlung i.S. Baumgartner vom 16. Juli 2001, E. 2.3).

⁵⁸ Vgl. etwa das Beispiel des Versuches, die Baumgartner feindlich zu übernehmen: während die «freundlichen Aktionäre» zwischen 16 und 4 Prozent der Stimmrechte besaßen und ausüben durften, wurde der «feindlichen» Edelmann-Gruppe (mit 27 Prozent gehaltenen Stimmrechten) nur die Ausübung von 3 Prozent gestattet (TSCHÄNI, S. 299).

⁵⁹ TSCHÄNI, S. 304. Offensichtlich interessenswidrige Geschäfte des Verwaltungsrates sind von der Vertretungsmacht des Verwaltungsrates nicht gedeckt. Damit entfalten Verwaltungsratsbeschlüsse, die ohne Grund unterschiedliche Voraussetzungen an die Ausübung des Stimmrechts knüpfen, keine Wirkungen. Mit Nachweis eines rechtlichen Interesses kann der Investor auf Feststellung der Nichtigkeit der entsprechenden Verwaltungsratsbeschlüsse klagen.

spiegelt. Warum sonst könnte der Anbieter auch einen Preis bezahlen, der über dem Börsenkurs liegt? Der Verwaltungsrat habe dabei die Pflicht, die Aktionäre vor einem «Schaden» – dem Verkauf zu einem zu tiefen Preis – zu bewahren.⁶⁰

Sind die Aktien der Zielgesellschaft an liquiden Märkten gehandelt, ist es unwahrscheinlich, dass der Preis der Effekten und der «Wert» auseinanderliegen. Existierten solche Differenzen, würden professionelle Investoren diese mittels Erwerb unterbewerteter Aktien und Verkauf (*short sales*) überbewerteter Aktien ausnutzen.⁶¹ Solche Arbitragegeschäfte würden den Börsenpreis sehr schnell auf die Ebene bringen, die die im Markt vorhandenen Informationen widerspiegelt.⁶² Handelt ein *bidder* damit unvernünftig, wenn er einen über dem Börsenkurs liegenden Preis offeriert?

Eine Erklärung der Prämie sind Synergiegewinne aus *economies of scale* oder *economies of scope*, die aus dem Zusammengehen der Zielgesellschaft und dem Anbieter resultieren.⁶³ Eine weitere Erklärung ist die, dass der Anbieter davon ausgeht, die Zielgesellschaft besser führen zu können, so dass die Prämie durch eine Erhöhung des zukünftigen Gewinns gerechtfertigt wird.⁶⁴

Mit der Prämie signalisiert der Anbieter somit den Aktionären, dass er bereit ist, die aus der Kontrollübernahme antizipierten Profite zu teilen. Eine Vielzahl empirisch abgestützter *Game Theory*-Untersuchungen legt dabei den Schluss nahe, dass die antizipierten Gewinne aus der Kontrollübernahme «fair» geteilt werden.⁶⁵ Zur Verdeutlichung dieses Arguments sei folgendes Beispiel einer Untersuchung aufgeführt:⁶⁶ Der Versuchsleiter gibt Spieler 1 («*proposer*») USD 100 und fordert ihn auf,

⁶⁰ So regelmässig die Begründung in amerikanischen Entscheiden, vgl. anstelle vieler *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), Erwägung IV.B. Gleich Schweizer Gesellschaften, vgl. Der Kampf um Baumgartner Papiers spitzt sich zu, Neue Zürcher Zeitung vom 16. Januar 2002, S. 23.

⁶¹ Auch in illiquiden Märkten wäre wegen ihrer Lukrativität mit solchen Arbitragegeschäften zu rechnen. Der Unterschied zu liquiden Märkten besteht einzig in der längeren Zeitdauer, bis solche Geschäfte getätigt würden.

⁶² GILSON / KRAAKMAN, S. 549 ff.

⁶³ JAMES H. SCOTT, JR., On the Theory of Conglomerate Mergers, *Journal of Finances* 32 (1977), S. 1235 ff.

⁶⁴ RICHARD A. POSNER / KENNETH E. SCOTT, *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Boston und Toronto 1980. S. 195 ff., mit weiteren Nachweisen.

⁶⁵ Vgl. die Belege in JOSEF HENRICH / ROBERT BOYD u.a., «Economic Man» in *Cross-cultural Perspective: Behavioral Experiments in 15 Small-scale Societies*, S. 5 ff. und S. 12 ff., nicht publiziert; abrufbar unter <http://webuser.bus.umich.edu/henrich/gameproject.htm>. Zur *Game Theory* vgl. ERNST FEHR / SIMON GÄCHTER, Fairness and Retaliation: The Economics of Reciprocity, *Journal of Economic Perspectives* 14 (2000), S. 159 ff.; G.E. BOLTON / A. OCKENFELS, A Theory of Equity, Reciprocity and Competition. *American Economic Review* 90 (1999), S. 166 ff.; DAVID E. BELL / HOWARD RAIFFA / AMOS TVERSKY, *Decision Making: Descriptive, Normative, and Prescriptive Interactions*, Boston 1988; RICHARD A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 5. Aufl., New York 1998, S. 19 ff.

⁶⁶ JOSEF HENRICH / ROBERT BOYD u.a., S. 6 ff.

Spieler 2 («*responder*») einen Betrag zu offerieren. Spieler 2 darf den offerierten Betrag und Spieler 1 das restliche Geld behalten, sofern Spieler 2 das Angebot von Spieler 1 akzeptiert. Falls Spieler 2 das Angebot aber ausschlägt, wird keiner etwas bekommen.⁶⁷ Man würde auf den ersten Blick erwarten, dass Spieler 1 einen kleinstmöglichen Betrag (etwa USD 1) offeriert, weil dadurch beide ihren Nutzen steigern und Spieler 1 am meisten profitiert. Empirische Untersuchungen in verschiedenen Kontinenten zeigen aber, dass eine solche Aufteilung nicht stattfindet. Ein *proposer* aus der westlichen Zivilisation (wie etwa ein Farmer aus Montana) offeriert im Durchschnitt USD 48. *Proposer* aus Gesellschaften mit einer wenig entwickelten Marktwirtschaft (Selbstversorger) offerieren im Durchschnitt weniger (zwischen USD 30 und 40).⁶⁸ Offensichtlich rechnet Spieler 1 damit, dass Spieler 2 seine Strategie des kleinstmöglichen Angebots durchkreuzen wird, indem er das Angebot ablehnt.⁶⁹

Warum sollte es sich bei Anbietern öffentlicher Kaufangebote auf Effekten anders verhalten? Die Anbieter stehen – gleich wie die *proposers* – unter der disziplinierenden Furcht, dass ihr Angebot abgelehnt wird. Denn bei Ablehnung des öffentlichen Angebots können sie die mit dessen Ausarbeitung verbundenen Kosten nicht wettmachen. Die Aktionäre (als *responders*) können dagegen auf das nächste Übernahmeangebot warten, wenn sie mit der Prämie nicht zufrieden sind. Anbieter werden deshalb tendenziell eine «faire» Prämie offerieren.

Eine Übervorteilung der Aktionäre kann damit in der Regel *ausgeschlossen* werden. Würden die vor Ankündigung des Kaufangebotes bestehenden Aktienkurse tatsächlich nicht die (kurz- und langfristig) antizipierten Gewinne unter dem aktuellen Management korrekt widerspiegeln, könnte das Management der Zielgesellschaft das feindliche Übernahmeangebot auch leicht abwehren, indem es nicht

⁶⁷ JOSEF HENRICH/ROBERT BOYD u.a., S. 6; DAVID WESSEL, The Civilizing Effect Of Market Economics, The Wall Street Journal vom 24. Januar 2002.

⁶⁸ Die *proposer* aus Gesellschaften, in denen Marktstrukturen nicht weit entwickelt waren (beispielsweise der Hazda-Stamm aus Tansania, der sich von Jagen und Sammeln von Pflanzen ernährt), offerierten beispielsweise im Durchschnitt USD 33. Wessel folgert daraus, dass eine Marktwirtschaft tendenziell generöses Verhalten fördert, da die Spieler Kooperation und Austausch gelernt haben. Diese Meinung ist nicht unbedingt korrekt. Spieler 1 muss nämlich die Reaktion von Spieler 2 antizipieren, insbesondere seinen Egoismus. Dabei wird sich Spieler 1 zwangsläufig die Frage stellen, bei welchem Betrag er das Angebot ablehnen würde. Ein höheres Angebot von Spieler 1 bedeutet damit mehr Egoismus in Gesellschaften mit Marktstrukturen.

⁶⁹ Sogar wenn sich Marktteilnehmer nicht in absehbarer Zukunft wieder gegenüberstehen werden (und es damit kein *repeat game* ist), bestehen offensichtlich in der Natur des Menschen liegende Impulse, die allzu ungleiche Verteilung von Gewinnen zu verhindern, sogar wenn (kurzfristig) ein Verlust in Kauf genommen werden muss. Langfristig werden die negativen Konsequenzen aber wieder wettgemacht, weil mit dem Ablehnen einer ungleichen Verteilung signalisiert wird, dass man nicht jedem Geschäft zustimmt. Damit ist das Beharren auf «Fairness» ein rationales Verhalten im Sinne klassischer Ökonomen (vgl. etwa BECKER, S. 3 ff.).

öffentliche Informationen über den wahren Wert dem Markt mitteilt und damit den Börsenkurs steigen lässt.⁷⁰

b) Stärkung der Verhandlungsposition

Typischerweise rechtfertigt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die Verteidigungsmassnahmen auch damit, dass diese dazu genutzt werden können, im Aktionärsinteresse einen höheren Preis vom Anbieter zu fordern und zu erhalten.⁷¹

Geschäftsführung und Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft haben ein Interesse daran, dass der Übernahmeveruch scheitert. Als rationale, ihren Eigennutzen optimierende Personen wollen sie die mit der Führung einer Publikumsgesellschaft verbundenen Vorteile wie Salärrierung, Beziehungen zu Grössen aus Politik und Wirtschaft sowie Reputation nicht aufgeben.⁷² Je schlechter das Management, desto grösser der Antrieb, an den etablierten Positionen festzuhalten.⁷³ Angesichts dieser Interessenlage ist es schwierig, festzustellen, ob Verwaltungsrat und Management ernsthaft nach dem Toppreis suchen oder bloss einen fadenscheinigen Vorwand benutzen, um die eigene Position zu schützen.

Widerstand der Zielgesellschaft bringt der Summe der Aktionäre keine Vorteile. Die Aktionäre der Zielgesellschaft erhalten zwar eine höhere Prämie, wenn der Verwaltungsrat mit den Defensivmassnahmen den Preis hochtreiben kann. Die Gewinne der Aktionäre der Zielgesellschaft werden aber durch die Verluste der

⁷⁰ Vorbehalten sind Fälle, in denen es im Gesellschaftsinteresse liegt, dass das Management die Information nicht preisgibt. In einem solchen Fall kann die Verteidigung gegen ein unfreundliches Übernahmeangebot gerechtfertigt sein. Ein Beispiel dafür findet sich im amerikanischen Entscheid *Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corporation*. Das Gericht entschied, dass die Defensivmassnahmen der Zielgesellschaft Polaroid zulässig waren, da der den Aktionären offerierte Preis den Wert des Unternehmens nicht reflektierte. Polaroid hatte gerade einen Antitrust-Prozess gewonnen und stand mit der Beklagten in Vergleichsverhandlungen über die Höhe der Schadenersatzzahlungen. Polaroid konnte den antizipierten Wert der Schadenersatzzahlungen nicht preisgeben, da dies ihrem Verhandlungspartner einen Anhaltspunkt gegeben hätte, in welcher Höhe Polaroid vergleichen würde (*Shamrock Holdings, Inc. v. Polaroid Corporations*, 559 A.2d 278 [1989]).

⁷¹ Vgl. etwa *Moran v. Household International, Inc.* 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

⁷² Aus diesem Grund wird unter Delaware Recht der Beschluss des Verwaltungsrates, Defensivmassnahmen gegen einen unfreundlichen Übernahmeveruch zu ergreifen, nicht von der *Business Judgment Rule* geschützt. Stattdessen untersucht das Gericht, ob der *board* vernünftige Gründe für die Annahme hatte, dass die Aktionärsinteressen vom Übernahmeangebot gefährdet waren: «*When a board addresses a pending takeover bid it has an obligation to determine whether the offer is in the best interests of the corporation and its shareholders... There are, however, certain caveats to a proper exercise of this function. Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred.*» *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

⁷³ EASTERBROOK / FISCHEL, S. 1175.

Aktionäre der Anbietergesellschaft wieder wettgemacht, sofern es sich dabei um eine Aktiengesellschaft handelt. Der höhere Preis ist damit ein *Nullsummenspiel*, ein blosser Transfer von einer Aktionärsgruppe zur anderen. Es kann auch nicht argumentiert werden, die Aktionäre der Zielgesellschaft sollen geschützt werden. Rationale Aktionäre sind diversifiziert. Sie halten ein Portfolio von Aktien unterschiedlicher Gesellschaften, um das unsystematische Risiko (d.h. das mit einem einzigen Unternehmen verbundene Risiko) zu beseitigen.⁷⁴ Damit gewinnt ein rational handelnder Aktionär nichts aus dem Hochtreiben des Preises, weil er sowohl an Ziel- als auch an Anbietergesellschaften beteiligt ist. Auch ein nicht diversifizierter Aktionär, der bloss in eine einzige Gesellschaft investiert hat, wird dem Hochtreiben des Preises gegenüber neutral eingestellt sein, da er nicht im Voraus erkennen kann, ob er zu den «Gewinnern» oder «Verlierern» gehören wird.

Werden die Kosten der Defensivmassnahmen in Betracht gezogen, schädigt das Hochtreiben des Preises sogar Aktionäre. Denn die Suche nach schlecht geführten Gesellschaften, die aufgrund ihres Restrukturierungsbedarfes ein lukratives Übernahmeobjekt sind, ist kostspielig. Ein Anbieter hat nicht nur entsprechende Zielgesellschaften zu identifizieren, er muss auch einen Plan festlegen, wie er die Geschäfte besser führen kann. Im Zeitpunkt, in dem der Anbieter sein Angebot macht, sind diese Kosten verloren (*sunk costs*), da alle Investoren nunmehr davon ausgehen können, dass die Zielgesellschaft unter einem besseren Managementteam höhere Erträge erzielen kann.⁷⁵ Das Hochtreiben des Preises mittels Defensivmassnahmen lässt die Marge des *bidders* noch weiter sinken.⁷⁶ Ein vernünftiger Anbieter wird

⁷⁴ Effekten wie Aktien oder Anleiheobligationen weisen unterschiedliche Risiken auf, da die Variabilität ihrer Erträge unterschiedlich ist. Hält ein Anleger zwei Effekten, werden die verschiedenen hohen Erträge tendenziell kompensiert. Während in einem Jahr Effekte A einen überdurchschnittlich hohen Ertrag abwirft und Effekte B einen unterdurchschnittlich geringen, kann im nächsten Jahr das Gegenteil eintreten. Ein Portfolio von zwei Effekten weist damit eine geringere Variabilität der Erträge auf als eine einzige Effekte. Dies führt zu einem *Diversifikationseffekt*: ein Anleger ist mit zwei Effekten einer geringeren Verteilung der Erträge (d.h. einem geringeren Risiko) ausgesetzt, als wenn er nur eine Effekte hält. Je mehr Effekten der Anleger hält, um so stärker ist der Diversifikationseffekt. Ein Portfolio zahlreicher Effekten verringert damit das Risiko. Das *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) besagt im Kern, dass mit einer Investition in ein Portfolio zahlreicher verschiedener Effekten das unsystematische Risiko, d.h. das mit einer einzigen Effekte verbundene Risiko, eliminiert wird (ROSS/WESTERFIELD/JAFFE, S. 229 ff. [mit weiteren Hinweisen]).

⁷⁵ EASTERBROOK/FISCHEL, S. 1178.

⁷⁶ Folgendes Beispiel verdeutlicht die Überlegung: Ein Investor sucht systematisch nach Gesellschaften, deren Profite unter seinem Management erhöht werden können. Er investiert dabei CHF 10 pro Aktie. Der Investor denkt, die Aktie habe unter seinem Management einen Wert von CHF 100. Er bereitet ein Übernahmeangebot vor, das ebenfalls CHF 10 pro Aktie kostet. Die Aktie hat einen Börsenkurs von CHF 60. Der Investor bietet einen Preis von CHF 70. Insgesamt kostet ihn das Angebot CHF 90. Wird das Management der Zielgesellschaft mittels Defensivmassnahmen den angebotenen Preis hochtreiben, etwa auf CHF 80, lohnt sich das Angebot nicht mehr.

deshalb die Verteidigungsstruktur einer Gesellschaft genau analysieren, bevor er sich an ihr mit dem Gedanken der Verbesserung der Geschäftsleitung beteiligt. Dies wird zu einer ineffizienten Beschränkung des *market for corporate control* führen.

Defensivmassnahmen verteuern den Prozess der feindlichen Übernahme so weit, dass schlussendlich nur Gesellschaften mit einem massiven Restrukturierungsbedarf lukrative Übernahmeobjekte sind. Solche Gesellschaften weisen nämlich für einen unfreundlichen Anbieter ein grösseres Gewinnpotential auf als bloss «relativ schlecht» geführte Unternehmen. Bloss mittelmässiges Management muss sich damit keine Gedanken machen, nach einer unfreundlichen Übernahme ausgewechselt zu werden. Das bestehende Aktienrecht, das «grossartige» Defensivmassnahmen zulässt, schafft damit nicht Mehrwert für Aktionäre.

3. Börsenrechtliche Hindernisse

a) Meldepflicht

Individuell ausgehandelte Käufe von Aktien sind ein Mittel, um die Kontrolle über die Gesellschaft zu erlangen. Kennt der Erwerber die grösseren (institutionellen) Investoren nicht oder gibt es keine, ist der Erwerb von Aktien im börslichen Markt ein anderes Mittel.⁷⁷ Die Vertraulichkeit der beiden Erwerbsmethoden findet ihre Grenze in Art. 21 Abs. 1 BEHG.⁷⁸ Danach muss ein Erwerber von Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind, ob ausübbar oder nicht, der den Grenzwert von 5, 10, 20, 33.33, 50 oder 66.66 Prozent der Stimmrechte erreicht oder überschreitet, dies der Gesellschaft und der Börse melden.⁷⁹

Der Markt erfährt mit der Meldung, dass ein Käufer von Aktien vorhanden ist, der allenfalls einen Kontrollerwerb sucht.⁸⁰ Dies wird zu einem unvermeidbaren

⁷⁷ Vgl. etwa das Vorgehen der Anbieterin Hansa, die am Tag der Veröffentlichung ihres Angebots auf Sopafin-Aktien über 68 Prozent des Aktienkapitals der Zielgesellschaft über die Börse erwarb (Empfehlung i.S. Hansa Aktiengesellschaft vom 24. Januar 2002).

⁷⁸ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz) vom 24. März 1995 (SR 954.1). Die Meldepflicht nach Art. 20 BEHG bezweckt gerade die Verhinderung einer verdeckten Übernahme; vgl. *Dieter Zobl*, Das Börsenrecht der Schweiz, in: *Umbricht* (Hrsg.), Das Börsenrecht der Schweiz, Zürich 1998, S. 7 ff., S. 47; *Hans Caspar von der Crone*, Meldepflicht und Übernahmeregulation im neuen Börsengesetz, in: *Nobel* (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1995, S. 63 ff., S. 64.

⁷⁹ Das Vorbild der Schweizer Meldepflicht ist Section 13(d) Securities Exchange Act von 1934. Danach muss der direkte oder indirekte Erwerb von 5 Prozent an einer Publikumsgesellschaft der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), der Gesellschaft und der Börse melden; vgl. THOMAS LEE HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 3. Aufl., St. Paul 1996, S. 608 ff.

⁸⁰ Der Investor kann auch nicht Strohmänner mit dem Erwerb und der Meldung beauftragen, da die Meldepflicht alle Personen erfasst, die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache die Börsengeschäfte tätigen (vgl. Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK [Verordnung der Eidgenössischen Bankkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997; SR 954.193]): «wirt-

Steigen des Börsenkurses führen, was den Erwerb einer substantiellen Beteiligung prohibitiv verteuern wird, wenn die Aktien im Publikum weit verstreut sind. Damit ist ein direkt an die Aktionäre gerichtetes *öffentliches Kauf- oder Tauschangebot* die einzig verfügbare Methode, eine Gesellschaft gegen den Willen ihres Verwaltungsrates zu übernehmen. Immerhin überlässt die Übernahmekommission dem Anbieter bei der Formulierung seines Angebotes einen grossen Spielraum.⁸¹

b) Prospektpflicht

Entschliesst sich der die Kontrolle suchende Investor zu einem öffentlichen Kaufangebot, muss er nach Art. 24 Abs. 1 BEHG sein Angebot mit wahren und vollständigen Informationen im Prospekt veröffentlichen.⁸² Der Angebotsprospekt muss alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können (Art. 17 Abs. 1 UEV-UEK⁸³). Das Angebot muss namentlich Angaben zur Finanzierung des Angebotes⁸⁴, zur Zielgesellschaft⁸⁵, zur Preisbestimmung⁸⁶ und zum Anbieter⁸⁷ enthalten.

Mit diesen Anforderungen an den Prospekt soll die Transparenz der Kaufangebote sichergestellt werden.⁸⁸ Die Empfänger des Angebots sollen auf einen Informationsstand gesetzt werden, die demjenigen des *bidders* entspricht, damit sie den Angebotspreis kritisch überprüfen können.⁸⁹ Der Kommentar zum Börsengesetz

schaftlich Berechtigte»; ROLF H. WEBER, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Vogt/Watter (Hrsg.), Basel/Genf/München 1999, N 66 ff. und N 83 ff. zu Art. 20 BEHG).

⁸¹ So führte die Übernahmekommission aus, dass es ihre Aufgabe sei, das *«level playing field»* für öffentliche Kaufangebote zu definieren, nicht jedoch neue Formen solcher Transaktionen zu definieren: *«Neue Strukturen sind für zulässig zu erachten, wenn sie den dem Übernahmerecht zugrunde liegenden Grundsätzen von Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung der Anleger gerecht werden.»* (Empfehlung I i.S. Incentive/Sulzer vom 19. März 2001, E. 2.2).

⁸² Das Vorbild der Schweizer Regelung ist Section 14(d) Securities Exchange Act von 1934; vgl. Hazen, S. 625 ff.

⁸³ Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV-UEK) vom 21. Juli 1997, von der Eidgenössischen Bankenkommission genehmigt am 11. August 1997 (SR 954.195.1).

⁸⁴ Art. 20 UEV-UEK.

⁸⁵ Art. 21 Abs. 1 UEV-UEK.

⁸⁶ Art. 21 Abs. 2 UEV-UEK.

⁸⁷ Art. 19 Abs. 1 UEV-UEK. Beispielsweise ist der Anbieter verpflichtet, seine Jahresrechnungen den Empfängern des Angebots zur Verfügung zu stellen, wenn er gemäss dem Recht seines Sitzstaates zur Publikation der Abschlüsse verpflichtet ist (Empfehlung i.S. Keramik Holding AG Laufen vom 1. November 1999, Erw. 5).

⁸⁸ Art. 1 UEV-UEK. Die Empfänger des Angebotes sollen ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können (Empfehlung i.S. Incentive Investment AG/India Investment AG vom 11. April 2000; RUDOLF TSCHÄNI/MATTHIAS OERTLE, in: Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, N 2 zu Art. 24 BEHG).

⁸⁹ Dabei stellt die Übernahmekommission bei einem *«bestimmbaren Preis»* sogar Anforderungen an die Preisgrundlage auf. So muss der Angebotspreis aufgrund objektiver Kriterien bestimmbar

geht dabei davon aus, dass der Anbieter *sämtliche preisrelevante Informationen* im Angebot offenlegen muss, die nicht allgemein bekannt sind.⁹⁰

Eine weitgehende Informationspflicht führt tendenziell dazu, dass weniger öffentliche Angebote unterbreitet werden. Bevor sich nämlich der Anbieter zu einem öffentlichen Angebot entschliesst, hat er die mit der Suche nach einem lukrativen Zielgesellschaft verbundenen Kosten zu tragen. Werden Informationen nicht geschützt, wird der Anreiz verkleinert, danach zu suchen. So stellt beispielsweise das Patentgesetz einen Schutz innovativer Produkte und Verfahren zur Verfügung, um Wirtschaftsteilnehmer zu ermutigen, die *upfront costs* zur Entwicklung des patentierten Gutes auf sich zu nehmen.⁹¹

Die Transparenzbestimmungen von Art. 24 BEHG und Art. 17 ff. UEV-UEK reduzieren dementsprechend den Wert der Information des Anbieters über die Zielgesellschaft. Sobald er sein öffentliches Angebot veröffentlicht hat, weiss der Markt, dass die Zielgesellschaft schlecht geführt ist.

Der Anbieter gewinnt nicht einmal einen Zeitvorsprung, weil sein Angebot nach Art. 14 Abs. 3 UEV-UEK mindestens 20 Börsentage offenbleiben muss.⁹² In dieser Zeit kann ein Dritter ein konkurrenzierendes Angebot veröffentlichen.⁹³ Bei Veröffentlichung eines konkurrierenden Angebotes können die Aktionäre sogar ihre Annahmeerklärungen bezüglich des vorhergehenden Angebots bis zu dessen Ablauf widerrufen.⁹⁴ Der erste Anbieter riskiert, keine Aktien angedient zu erhalten und auf den Kosten seines Angebotes sitzenzubleiben. Dies reduziert ebenfalls den Anreiz, ein unfreundliches Übernahmeangebot auszuarbeiten.⁹⁵

sein, welche die Parteien nicht massgeblich beeinflussen können. Der Anbieter kann nicht einfach auf seine Schätzung des Unternehmenswertes verweisen. Nimmt er beispielsweise den Net Asset Value zur Grundlage seines Angebots auf eine Investmentgesellschaft, müssen die Titel des Portfolios, welche die Berechnungsgrundlage des NAV bilden, an liquiden Märkten gehandelt werden. Ausserdem haben die Empfänger Kenntnis von der Zusammensetzung dieses Portfolios zu erhalten (Empfehlung i.S. Incentive Investment AG/India Investment AG vom 11. April 2000).

⁹⁰ Vgl. Art. 23 Abs. 2 UEV-UEK; TSCHÄNI/OERTLE, N 6 zu Art. 24 BEHG.

⁹¹ BGE 126 III 129, 142 (Kodak), ein illustratives Beispiel eines Urteils, das seine ökonomischen Konsequenzen transparent und nachvollziehbar darlegt.

⁹² Diese Frist wird auf zehn Börsentage verkürzt, wenn der Anbieter vor der Veröffentlichung des Angebotes die Mehrheit der Stimmrechte der Zielgesellschaft besitzt und der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Angebot veröffentlicht wird (Art. 14 Abs. 3 zweiter Satz UEV-UEK).

⁹³ Ein konkurrierendes Angebot darf bis spätestens am dritten Börsentag vor Ablauf des vorhergehenden Angebotes veröffentlicht werden (Art. 49 Abs. 1 UEV-UEK).

⁹⁴ Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK.

⁹⁵ Immerhin kann ein Anbieter mit der Voranmeldung eines öffentlichen Kaufangebotes den *status quo* insofern bewahren, als die Zielgesellschaft keine Abwehrmassnahmen im Sinne von Art. 29 Abs. 2 und Abs. 3 BEHG ergreifen darf (Art. 9 Abs. 3 lit. c UEV-UEK). Der Anbieter ist verpflichtet, das Angebot innerhalb von sechs Wochen nach der Publikation zu veröffentlichen. Zu Recht gewährt die Übernahmekommission eine Verlängerung der Frist, wenn die Zielgesellschaft die

Die Transparenzordnung des BEHG widerspricht denn auch dem sonst im Börsenrecht geltenden Grundsatz, dass Investoren anlagerelevante Informationen nicht preisgeben müssen⁹⁶ Einzig Insider im Sinne von Art. 161 Abs. 1 StGB, die in einer besonderen Beziehung zur Emittentin stehen und ihr gegenüber eine Treuepflicht haben, dürfen nicht in Effekten handeln, wenn sie einen Informationsvorsprung haben. Eine generelle Bekanntgabepflicht würde dazu führen, dass die Information infolge ihrer Verbreitung an Wert verliert.⁹⁷ Professionelle Investoren beteiligen sich aber am Marktgeschehen, weil sie sich durch das Ausnützen (vermuteter) Informationsvorsprünge einen finanziellen Vorteil versprechen. Kein Investor nähme die Kosten der Informationsbeschaffung mehr auf sich, wenn er sie dem Publikum mitteilen müsste.

c) Best Price Rule

Nach Art. 24 Abs. 2 BEHG muss der Anbieter die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich behandeln. Namentlich muss der Anbieter, wenn er während der Dauer des Angebots Beteiligungspapiere zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwirbt, diesen Preis allen Empfängern des Angebotes bezahlen (*best price rule*).⁹⁸ Die *best price rule* gilt für den Zeitraum zwischen der Veröffentlichung des Angebotspreises (in der Publikation des Angebots oder der Voranmeldung⁹⁹) und 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist im Sinne von Art. 27 Abs. 2 BEHG.¹⁰⁰ Vor- und nachher darf die Gesellschaft höhere oder tiefere Preise, namentlich einen Paketzuschlag, bezahlen.¹⁰¹ Die Gleichbehandlung im Rahmen öffentlicher Kauf-

Frist unterläuft, indem sie ihre Generalversammlung hinauszögert (Empfehlung I i.S. CreInvest / Altin vom 22. Juni 2001).

⁹⁶ BGE 126 II 409 (solange kein Insiderhandel vorliegt); vgl. die Ausführungen im nicht publizierten Bundesgerichtsurteil, II. Öffentlich-rechtliche Abteilung, vom 2. Februar 2000, 2A.230 / 1999 / bol, E. 5.c; ROLF WÄTTER, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, SZW 62 (1990), S. 193 ff., S. 205. Die *disclose or abstain*-Pflicht von Insidern gemäss Art. 161 StGB kann denn auch damit gerechtfertigt werden, dass der Informationsvorsprung des Insiders nicht auf kostspieliger und mühsamer Suche nach Informationen basiert, sondern auf dem bevorzugten Zugang zu Informationen; vgl. POSNER, S. 459: «*Insider trading does not reward efficient management as such. It rewards the possession of confidential information, whether favorable or unfavorable to the corporation's prospects.*»

⁹⁷ EASTERBROOK / FISCHER, S. 683; POSNER, S. 487.

⁹⁸ Die *best price rule* ist U.S.-amerikanischen Ursprungs (vgl. Rule 13e-4 [f][4] der SEC).

⁹⁹ Empfehlung vom 5. Mai 1999 in der Sache Société Immobilière Genevoise, E. 2.1; vgl. JACQUES IFFLAND / JULIE VAISY, Développements récents du droit suisse des marchés financiers, SZW 72 (2000), S. 127 ff., S. 135; TSCHÄNI / OERTLE, N 10 zu Art. 24 BEHG.

¹⁰⁰ Empfehlung i.S. Société Internationale Pirelli SA vom 4. Juni 1998; Empfehlung i.S. Danzas Holding AG vom 15. Januar 1999; Empfehlung i.S. Big Star Holding vom 7. April 2000; IFFLAND / VAISY, S. 135.

¹⁰¹ Sofern die Zielgesellschaft in ihren Statuten die Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG nicht wegbedungen hat (*opting out*), ist der Anbieter zudem an die Mindestpreisbestimmungen von Art. 32 Abs. 4 BEHG gebunden (vgl. Empfehlung II i.S. Hansa AG / ENR vom 11. Oktober 2001, E.2).

angebote ist ein Tragfehler der Übernahmeordnung. Sie wurde praktisch diskussionslos im BEHG aufgenommen.¹⁰² Wer ist denn auch gegen Gleichbehandlung?

Die *best price rule* ist aber – wie die Informationspflicht im Prospekt – ein Unikum im Börsenrecht. Kauft ein Investor Effekten im börslichen Markt, ist er nicht verpflichtet, denselben Preis zu bezahlen. Im Gegenteil, durch den ständigen Zufluss neuer Informationen über die Effekten wird er seine Bewertung und damit den offerierten Preis konstant anpassen. Dies trägt zur Effizienz des Kapitalmarktes bei. Die übernahmerechtliche Gleichbehandlungspflicht ist denn auch keine absolute. Beispielsweise darf der Anbieter sein Angebot mittels *sales restriction*-Klauseln auf diejenigen Aktionäre beschränken, bei denen er keiner ausländischen Registrierungspflicht und Haftung ausgesetzt ist.¹⁰³

Die Gleichbehandlungspflicht nimmt dem Anbieter die Möglichkeit, das «Trittbrettfahren» (*free rider problem*) einzelner Investoren zu unterbinden.¹⁰⁴ Um die Aktionäre zum Verkauf ihrer Beteiligung zu bewegen, wird der Anbieter eine Prämie zum Börsenkurs offerieren. Typischerweise sollten die Aktionäre das Angebot annehmen, da der Börsenkurs den Wert des Unternehmens unter dem gegenwärtigen Management reflektiert. Aus den Erkenntnissen der *Game Theory* kann der Schluss gezogen werden, dass die Prämie typischerweise «angemessen» ist. Die Gewinne werden «fair» geteilt. Ein vernünftiger Aktionär wird somit davon ausgehen, dass der Anbieter den Wert des Unternehmens über den Angebotspreis steigern wird. Ansonsten nähme der Anbieter die Risiken und Kosten des Angebots nicht auf sich. Der vernünftige Aktionär wird damit davon ausgehen, dass, sofern genügend Aktionäre ihre Beteiligung verkaufen werden, er seine Aktien dem Anbieter nicht andienen sollte. Mit dieser Strategie wird er nämlich den höchsten Wert nach dem Kontrollübergang realisieren. Der vernünftige Aktionär begibt sich damit auf einen «*free ride*» auf Kosten der verkaufenden Aktionäre. Würden sich alle Aktionäre «vernünftig» verhalten, wird kein einziger seine Beteiligung verkaufen wollen. Ein Kontrollübergang mittels eines öffentlichen Kaufangebots würde dadurch verunmöglicht.

Dieses Trittbrettfahren könnte der Anbieter dadurch ausschliessen, indem er den Investoren, die als erste ihre Aktien andienen, einen höheren Preis offeriert.

¹⁰² Vgl. Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; BEHG) vom 24. Februar 1993, 93.025, Separatdruck, S. 21 (vgl. BBl 1993 I 1369 ff.).

¹⁰³ Empfehlung i.S. TAG Heuer International SA vom 7. Oktober 1999, E. 2; Empfehlung I i.S. Sulzer AG vom 19. März 2001 E. 10.2 («Sales Restrictions»).

¹⁰⁴ Trittbrettfahren ist möglich, wenn ein Geschäft die Interessen eines einzelnen Investors fördert und das Geschäft auch ohne dessen Zustimmung durchführbar ist. Der einzelne Investor kann sich damit dem Geschäft widersetzen und trotzdem den Nutzen aus dem Geschäft erzielen, indem er auf dem zustimmenden Beschluss der restlichen Investoren «Trittbrett fährt» (ZOHAR GOSHEN, Voting [Insincerely] in Corporate Law, Theoretical Inquiries in Law 2 [2001], S. 815 ff., S. 819).

Später andienenden Aktionären wird ein tieferer Preis angeboten. Ein Beispiel soll diese Möglichkeit illustrieren: Die Aktien der Zielgesellschaft werden zu CHF 50 gehandelt. Der Anbieter offeriert CHF 100, bis ihm 33 Prozent des Aktienkapitals angedient worden sind. Anschliessend offeriert er den Aktionären einen Preis von CHF 50 für alle weiteren Aktien. Der Anbieter muss damit mit maximalen Kosten von CHF 66 pro Aktie rechnen. Ein Aktionär, der ansonsten das Trittbrettfahren als vorteilhafte Variante erachtet, muss damit rechnen, dass der Anbieter das Unternehmen zu einem Preis von mehr als CHF 66 pro Aktie bewertet, aber nicht zwingend über CHF 100. Damit ist es für den einzelnen Aktionär nicht vorteilhaft, auf eine Höherbewertung der Aktien nach dem Kontrollübergang zu spekulieren. Vorteilhafter wird es sein, zu den ersten 33 Prozent zu gehören, die die grosse Prämie einkassieren werden. Unter der *best price rule* ist ein solches (legitimes und faires¹⁰⁵) Angebot aber unzulässig. Als Ausweg ist es immerhin denkbar, einen *back end merger* (eine Fusion der Zielgesellschaft mit dem Anbieter 6 Monate nach Beendigung des öffentlichen Kaufangebotes) anzukündigen und darauf hinzuweisen, dass die Fusion zu weniger vorteilhaften Bedingungen als das Angebot erfolgen wird. Dies kann den Anreiz zum Trittbrettfahren ebenfalls beseitigen.

Nur am Rande sei bemerkt, dass die amerikanische Praxis mittlerweile die *best price rule* wegen ihrer negativen Effekte auf die *tender offer*-Praxis streng auf ihren Wortlaut beschränkt.¹⁰⁶

d) Pflichtangebot

Wer direkt oder indirekt Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33.33 Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, muss nach Art. 32 Abs. 1 BEHG für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft ein Angebot unterbreiten.¹⁰⁷ Gestützt auf Art. 22 Abs. 2 und Abs. 3 kann eine Gesellschaft

¹⁰⁵ *Game Theory* legt nahe, dass der Anbieter kein «unfares» Angebot unterbreiten wird. Ansonsten läuft er Gefahr, dass die Investoren sein Angebot ablehnen und er die aus der Ausarbeitung des Angebots resultierenden *sunk costs* nicht wettmachen kann.

¹⁰⁶ Als Beispiel für die Beschränkung des zeitlichen Rahmens der *best price rule* in Rule 10b-13(a) auf ihren Wortlaut («*the highest consideration paid to any other security holder during such tender offer*») sei der Entscheid *Lerro v. The Quaker Oats Company*, 84 F.3d 239, aufgeführt. Das Gericht entschied, dass bessere Leistungen des Anbieters in Transaktionen vor Veröffentlichung des öffentlichen Kaufangebotes zulässig sind, auch wenn sie in der Absicht bezahlt werden, den Aktionär zur Annahme des geplanten Kaufangebotes zu bewegen. Der Grund hierfür liegt darin, dass ansonsten öffentliche Kaufangebote langfristig beeinträchtigt werden, was nicht effizient wäre: «*Purchases near in time to a tender offer, but outside it, may be essential to transactions that all investors find beneficial. Controlling shareholders often receive indirect or non-monetary benefits and are unwilling to part with their stock (and hence with control) for a price that outside investors find attractive.*»

¹⁰⁷ Das Vorbild der Angebotspflicht ist britischen (nicht U.S.-amerikanischen) Ursprungs, nämlich Rule 9.1 The City Code on Takeovers and Mergers.

eine Bestimmung in ihren Statuten aufnehmen, wonach ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot nach Art. 32 BEHG verpflichtet ist (sogenanntes *opting out*).

Fast schon als Binsenwahrheit gilt, dass damit Übernahmen verteuert werden.¹⁰⁸ Der Anbieter, der damit rechnen muss, 100 Prozent der Aktien zu erwerben, muss für eine grössere Finanzierung sorgen, als wenn er nur 51 Prozent erwerben will. Als «Lösung» wird die mit dem *opting out* oder *opting up* (d.h. die Möglichkeit nach Art. 32 Abs. 1 Satz 2 BEHG, den Schwellenwert bis auf 49 Prozent hinaufzusetzen) verbundene Flexibilität betrachtet.¹⁰⁹ Tatsächlich enthalten aber nur die Publikumsgesellschaften, die unter Kontrolle eines Grossaktionärs stehen (und bei denen unfreundliche Übernahmen *per definitionem* nicht stattfinden), eine *opting out*- oder *opting up*-Klausel in ihren Statuten.¹¹⁰ Damit kann der Grossaktionär bei einem Verkauf der Kontrolle die Kontrollprämie für sich behalten und muss sie nicht mit anderen Aktionären teilen.

Bei Publikumsgesellschaften mit weit verstreutem Aktionärskreis besteht dagegen mangels *opting out* praktisch ausnahmslos die Angebotspflicht. Ein Grund dafür ist offensichtlich der Anreiz von Management und Verwaltungsrat, ein feindliches Übernahmeangebot so teuer wie möglich zu machen. Die Angebotspflicht beschränkt damit den *market for corporate control*. Angesichts ihrer Kosten ist der Nutzen der Angebotspflicht – die Schaffung einer exit-Möglichkeit für Minderheitsaktionäre¹¹¹ – nur gering. Die Aktionäre haben ohnehin die Möglichkeit des Verkaufs ihrer Aktien nach Durchführung des öffentlichen Kaufangebotes. Nur in seltenen Ausnahmefällen ist ein öffentliches Kaufangebot so erfolgreich, dass kein liquider Handel für die restlichen im Publikum verstreuten Aktien mehr stattfindet.¹¹²

Effizient ist demnach, den Anwendungsbereich des Pflichtangebotes zu beschränken. In diesem Sinne entschieden sowohl die Übernahmekommission als auch die EBK, dass ein Investor, der die 33-Prozent-Limite überschritten hat, nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot an die restlichen Aktionäre verpflichtet ist, solange er infolge einer statutarischen Stimmrechtsbegrenzung das Stimmrecht nicht ausüben kann und der Verwaltungsrat ihm freundlich gesonnenen Aktionären, die ebenfalls die statutarische Limite überschreiten, die Stimmrechtsausübung er-

¹⁰⁸ Vgl. KARL HOFSTETTER, in: Kommentar zum Kapitalmarktrecht, N 3 zu Art. 32 BEHG mit weiteren Belegen.

¹⁰⁹ HOFSTETTER, N 3 zu Art. 32 BEHG mit weiteren Literaturangaben.

¹¹⁰ Für an der SWX kotierte Gesellschaften vgl. <http://www.swx.com/cgi/issuers/optQuery?lang=en>.

¹¹¹ Botschaft BEHG, S. 21; HOFSTETTER, N 2 zu Art. 32 BEHG.

¹¹² In Marktkreisen wird ein *free flow* von weniger als 8 Prozent als langfristig ungenügend liquider Handel angesehen (vgl. Exodus der Big-Star-Aktionäre. Über 91 Prozent der Aktien sind ange-dient, Neue Zürcher Zeitung vom 3. April 2000, S. 33).

laubt.¹¹³ Beide Aufsichtsgremien stützten sich dabei darauf, dass der Erwerber in einer solchen Situation die Zielgesellschaft nicht kontrollieren könne.¹¹⁴

Das Bundesgericht hob die EBK-Verfügung auf.¹¹⁵ Relevant für das Bundesgericht war der klare Wortlaut von Art. 32 Abs. 1 BEHG, wonach die Angebotspflicht begründet wird, wenn der Grenzwert von 33 Prozent der Stimmrechte überschritten ist, ob nun die Stimmrechte ausübbar sind oder nicht. Unter einer zweckorientierten Auslegung hätte dagegen geprüft werden müssen, was die beiden involvierten Parteien (der Anbieter und die Aktionäre der Zielgesellschaft) miteinander *ex ante* vereinbart hätten, wenn sie vollständig informiert gewesen wären.¹¹⁶ Vernünftige, an der Wertsteigerung ihrer Beteiligung interessierte Aktionäre hätten sich kaum für das ausnahmslose Bestehen eines Pflichtangebotes entschieden, wenn der Anbieter die Kontrolle über die Zielgesellschaft aufgrund der diskriminatorischen Eintragungspraxis des Verwaltungsrates nicht erwerben kann. Ein solches Resultat führt nämlich dazu, dass kein Anbieter eine über 33 Prozent der Stimmrechte liegende Beteiligung erwerben wird, damit einen geringeren Anreiz zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebotes hat und den Aktionären damit die Prämie entgeht. Stattdessen wird ihre Beteiligung von einem ineffizienten Management verwaltet.¹¹⁷

Der Bundesgerichtsentscheid hat zur Folge, dass der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft jahrelang – bis ihm dies durch richterliches Urteil verboten wird – «freundlichen» Aktionären, die die statutarische Stimmrechtsbeschränkung überschreiten, unter Berufung auf das langfristige Gedeihen des Unternehmens eine Ausnahme erteilen wird. Für andere («unfreundliche») Investoren gilt dagegen die Statutenlimite. Im Endeffekt nimmt der Bundesgerichtsentscheid einem potentiellen Anbieter den Anreiz, die Festung «Zielgesellschaft» zu stürmen. Wahrlich kein investorenfreundliches Resultat.

¹¹³ Empfehlung i.S. Baumgartner vom 4. Juli 2000; Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 4. August 2000.

¹¹⁴ Die Übernahmekommission wandte Art. 34 Abs. 2 lit. a BEHV-EBK an, wonach eine Ausnahme von der Angebotspflicht besteht, wenn der Erwerber die Zielgesellschaft nicht kontrollieren kann, weil eine andere Person oder eine Gruppe über einen höheren Stimmanteil verfügt. Die EBK war der Auffassung, Pflichtangebote dürften an Bedingungen geknüpft werden, sofern wichtige Gründe hierfür vorlägen. Ein solcher wichtiger Grund sei der Umstand, dass die zu erwerbenden Beteiligungspapiere kein Stimmrecht verschaffen (Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHV-EBK).

¹¹⁵ BGE 2A.394/2000, IJe Cour de Droit Public, vom 2. Juli 2001.

¹¹⁶ Eine solche hypothetische Vereinbarung zieht sowohl die Interessen des Anbieters als auch der Investoren in Betracht. Damit ist sie optimale Interessenabwägung.

¹¹⁷ Mit dem Angebot einer Prämie zum Börsenkurs signalisiert der Anbieter, dass er das Unternehmen besser nutzen kann als das bestehende Management. Ein angebotener Preis reflektiert nämlich den Wert, den ein Wirtschaftsteilnehmer einem Gut zumisst.

V. Fazit

Der *Swiss Code of Best Practice* enthält gutgemeinte Empfehlungen im Hinblick auf eine optimale *governance*. Die Empfehlungen sind weder per se «gut» (effizienzsteigernd) noch per se «schlecht» (effizienzmindernd). Dies ist nicht der Punkt. Der Punkt ist, dass es keinen *Code* braucht. Die Marktkräfte werden von selber dazu führen, dass sich jede Publikumsgesellschaft das für sie passende Organisationskleid zulegt. Würden die «Empfehlungen» ernst genommen und durchwegs befolgt, würde dies den Wettbewerb um die richtige *governance*-Struktur beseitigen.

Es kann eingewendet werden, dass die Marktkräfte allein Missbrauchsfälle nicht verhindern werden. Dies trifft zu. Märkte erreichen selten den Grad lehrbuchartiger Perfektion. Missbräuche werden damit nicht in jedem einzelnen Fall verhindert werden. Aber auch dem *Code* geht es um strukturelle Verbesserungen im Laufe der Zeit, nicht um ein schlagartiges Erreichen paradiesischer Zustände.

Den Verfassern des *Code* ist zu Gute zu halten, dass ihre Empfehlungen sehr offen formuliert sind («in der Regel», «den Erfordernissen des Unternehmens entsprechend», «wenn immer erforderlich»). Abweichungen sind damit möglich. Mit diesem Beitrag soll denn auch primär dem Anspruch entgegengetreten werden, es gebe «beste» *governance*-Regeln. Gäbe es sie tatsächlich, würden sie Gesellschaften früher oder später adaptieren, weil dies den Interessen von Verwaltungsrat und Management gleichermaßen entgegenkommt.

Die disziplinierende Wirkung der Marktkräfte versagt allerdings, wenn der Verwaltungsrat und die Geschäftsführung mit einem feindlichen Übernahmeversuch konfrontiert sind. In einer solchen Situation haben sie einen Anreiz, mittels Defensivmassnahmen die eigene Position in der Zielgesellschaft zu wahren. Aktien- und Börsenrecht machen dabei aus einem unfreundlichen Übernahmeversuch ein kostspieliges und riskantes Unterfangen. Hinzu kommt, dass das Bundesgericht die begrüssenswerten Bestrebungen der Übernahmekommission und der EBK limitiert, ein *level playing field* für Anbieter und Verwaltungsrat zu schaffen. Hier besteht ein Revisionsbedarf. Es wäre deshalb sinnvoll gewesen, wenn der *Code* die Möglichkeiten von Publikumsgesellschaften, den *market for corporate control* zu beschränken, angesprochen und kritisiert hätte. Den Investoren wäre mehr gedient gewesen, wenn ungenügende Managementteams durch unfreundliche Übernahmen ausgewechselt, als mittels «unabhängiger Verwaltungsräte» geschützt würden.