

Rolf Watter*

Vertragliches Verbot von Angeboten oder einer Angebotserhöhung («Standstills»)

Inhaltsübersicht

- I. Einführung
- II. Zusammenfassung der Entscheide
- III. Standstill Agreements im Schweizer Recht
 1. Allgemeines
 2. Centerpulse als Leading Case
 3. Übertragbarkeit der Centerpulse Praxis auf Standstills?
 4. Grundsatz der Unverzichtbarkeit von verwaltungsrechtlichen Rechten
 5. Vertrags- und gesellschaftsrechtliche Schranken, Offenlegung
- IV. Fazit

I. Einführung

Anlass zu den nachfolgenden Ausführungen gaben vier kürzlich ergangene nordamerikanische Urteile – eines aus Kanada (mit US-amerikanischen Weiterungen) und drei aus Delaware –, in welchen es um *Standstill Agreements*¹ in auktionsartigen Übernahmen von Publikums-gesellschaften ging, mittels denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft («VR») versuchte, von potenziellen Bietern möglichst hohe Angebote zu erhalten, indem er ihnen vertraglich untersagte, ohne seine Einwilligung eine Offerte zu unterbreiten («Offert-Standstill») oder diese zu erhöhen («Erhöhungs-Standstill»). Konkret geschah dies jeweils in Vertraulichkeitsvereinbarungen, d.h. in der Due Diligence- und Verhandlungsphase aus dem Beweggrund², Interessenten zu zwingen, bereits in der Verhandlung und insbesondere im ersten Angebot (nahe) an ihren Maximalpreis («*best and final offer*») zu gehen,

weil sie vertraglich nur eine einzige Offertmöglichkeit haben. Dieses Ziel wird nicht oder nur teilweise erreicht, wenn für den Bieter die Möglichkeit besteht, eine Aufhebung des Standstills zu verlangen – deshalb wird in der nordamerikanischen Vertragspraxis versucht, mit einem sogenannten *Don't Ask, Don't Waive Standstill* vertraglich zu fixieren, dass der Standstill nicht aufgehoben, ja nicht einmal darüber diskutiert werden darf. Ohne einen Standstill – so die Theorie – würde das Erstangebot (oder das Angebot in der Verhandlung) zunächst bescheiden ausfallen, da ja immer noch nachgebessert werden kann,³ was dann einen langwierigen und schädlichen Übernahmekampf nach sich ziehen kann.⁴

Erreichen will man also beispielsweise mit einem Erhöhungs-Standstill in einem Übernahmeverfahren Folgendes: Angenommen, Bieter B erachtet einen Kauf der Zielgesellschaft Z zu CHF 100 pro Aktie als sehr interessant, einen Preis zu CHF 110 noch als vertretbar und CHF 115 als «*walk-away-Preis*», wird er ohne einen solchen Standstill versucht sein, eine Offerte zunächst zu CHF 95 zu lancieren, falls er dafür vom VR der Z einen positiven Bericht nach Art. 29 BEHG erhält. Er wird dann abwarten, ob ein Konkurrenzangebot zu beispielsweise CHF 100 lanciert wird und dieses gegebenenfalls mit CHF 105 überbieten. Mit einem Standstill mit einmaliger Offertmöglichkeit, wird sich B genau überlegen müssen, ob das erste Angebot schon auf CHF 105 oder gar CHF 110 lauten sollte. Hat sich B entschieden, trotz Standstill CHF 100 zu bieten und lanciert ein Konkurrent ein Angebot mit CHF 105, wird B versucht sein, den VR der Z indirekt oder direkt dazu zu bewegen, den ursprünglichen Standstill-Vertrag mit dem Versprechen aufzuheben, er werde dann CHF 110 oder sogar CHF 112 bieten. Kann B auf eine solche Vertragsaufhebung spekulieren, hat der Standstill in der ersten Runde nur beschränkten Wert; deshalb wird der Standstill als

* Prof. Dr. iur. Rolf Watter, Rechtsanwalt, Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich.

¹ Eine einheitliche Definition von *Standstill Agreements* existiert nicht (vgl. für eine Übersicht über die verschiedenen Definitionen LORENZO TOGNI, *Standstill Agreements* nach U.S.-amerikanischem und schweizerischem Recht, Vertragsrechtliche, aktienrechtliche und börsenrechtliche Aspekte, Diss. St. Gallen 2010, N 5 ff. [= SSHW 293]) – hierzulande wird der Ausdruck eher für Konstellationen verwendet, in denen mit einem Grossaktionär vereinbart wird, dass er seine Beteiligung nicht erhöht.

² Andere Motive sind jeweils Verhinderung von Insiderhandel (indem nicht nur Angebote, sondern auch der Kauf von Aktien ausgeschlossen werden) und das Verhindern eines feindlichen Vorgehens, nachdem Informationen unter der Annahme fliessen, der Interessent halte sich an bestimmte Spielregeln.

³ Vgl. ROLF WATTER/KARIM MAIZAR, *Konkurrierende Übernahmeangebote*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VII*, Zürich/Basel/Genf 2005, S. 1 ff., S. 21.

⁴ Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, *Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit*, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), *Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis*, Zürich 2005, S. 1 ff., S. 7.

unabänderlich erklärt und B vertraglich untersagt, auch nur eine Diskussion um diese Frage zu beginnen – da der Verwaltungsrat ja *arguendo* im Interesse eines höheren Angebotes gezwungen sein könnte, auf sein vertragliches Recht zu verzichten.

Praktisch identisch ist der Gedanke beim Offert-Standstill: Hier wird Interessenten in der Vertraulichkeitsvereinbarung verboten, überhaupt ein Angebot ohne Zustimmung des VR zu lancieren; nach Ende der Due Diligence verlangt der VR verbindliche Offerten und lässt nur den besten Bieter zu einer Offerte zu (oder schliesst mit ihm einen Fusionsvertrag ab). Vergleichbar mit dem obigen Beispiel zum Erhöhungs-Standstill werden sich hier die Interessenten C, D und E genau überlegen müssen, wieviel sie bieten wollen, weil sie wissen, dass sie auf ein höheres Angebot nicht mehr reagieren können. Sie werden damit keinesfalls (falls sie die Lage ähnlich wie B einschätzen) in dieser Phase 95 bieten, sondern eher 105 oder gar 110.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob ein VR einer Schweizer Publikumsgesellschaft, der das beste Angebot von einem potentiellen Bieter oder Fusionspartner erhalten will, einen solch «harten» Offert- oder Erhöhungs-Standstill vereinbaren darf, dies insbesondere im Lichte der Rechtsprechung der Übernahmekommission (UEK), die verbindliche *Tender Agreements* mit dem Argument verbietet, Konkurrenzofferten müssten immer möglich sein. Weiter fragt sich, ob sich der VR überhaupt vertraglich derart binden kann, dass er später den Standstill nicht wieder aufzuheben vermag und/oder ob er sich damit einer Verantwortlichkeit aussetzt, wenn er über ein höheres Angebot mit den Vertragsparteien des Standstills nicht einmal sprechen will.

II. Zusammenfassung der Entscheide

In *In Shareholder Litigation Ventas vs. Sunrise Reit*⁵ stellte das zuständige Gericht in Ontario fest, dass der VR einer Zielgesellschaft Standstill Agreements abschliessen dürfe, wenn er zum Schluss komme, dass unter den konkreten Umständen dieses Vorgehen das für die Aktionäre beste sei. Im zu beurteilenden Fall entschied das Gericht insbesondere auch, dass die Zielgesellschaft Sunrise eine Pflicht zur Durchsetzung der abgeschlossenen Standstill Agreements treffe. Der Sachverhalt präsentierte sich folgendermassen: Sunrise schloss mit den an der Akquisition interessierten Parteien Confidentiality Agreements ab, welche eine Standstill-Bestimmung enthielten, die verhindern sollte, dass die Interessenten

ein feindliches Übernahmeangebot unterbreiten. Nach einer ersten, nicht bindenden Auktionsrunde wurden nur zwei Bieter, HCP und Ventas, zur Abgabe von einem finalen und bindenden Angebot eingeladen. Während Ventas ein Angebot einreichte, zog sich HCP von der Auktion zurück und Ventas einigte sich mit Sunrise auf eine Fusion. Etwa einen Monat später lancierte HCP ungeachtet des Standstills eine Offerte mit einer 20-prozentigen Prämie gegenüber dem Ventas Angebot.⁶ Ventas musste darauf ihre Offerte um total USD 101 Millionen erhöhen, um sich die Zustimmung der Sunrise Aktionäre zu sichern. Diesen Betrag forderte Ventas in den USA von HCP gestützt auf sogenannte «*tortious interference*» erfolgreich zurück.⁷

Beim ersten der drei aus den USA stammenden und im Jahr 2012 gefällten Entscheide handelt es sich um ein Urteil *In re Celera Corporation Shareholder Litigation*.⁸ Aktionäre der Celera wandten sich gegen eine Fusion mit Quest Diagnostics. Sie machten unter anderem eine Verletzung der Pflichten des VR der Celera geltend,⁹ weil dieser mit mehreren Bietern Confidentiality Agreements abgeschlossen hatte, in welchen Letzteren unter anderem verboten wurde, ein Angebot für Celera-Aktien ohne ausdrückliche Einladung durch den VR zu unterbreiten und den VR um Aufhebung dieser Bestimmung zu ersuchen.¹⁰ Der Delaware Court of Chancery hielt fest, dass der Don't Ask, Don't Waive Standstill interessierte Parteien davon abhalte, den VR über ihre Bereitschaft zur Unterbreitung eines Angebotes überhaupt nur zu informieren, dies wäre jedoch für die vom VR verlangte Beurteilung einer Transaktion, zentral. Das Gericht stellte jedoch auch fest, dass ein Don't Ask, Don't Waive Standstill nicht zwingendermassen undurchsetzbar sei.¹¹ Die Parteien schlossen dann einen vom Gericht bewilligten Vergleich, unter dem auf die Standstills verzichtet wurde.¹²

Im Fall *In Re Complete Genomics, Inc. Shareholder Litigation*¹³ kontaktierte Complete Genomics Parteien, von denen sie vermutete, dass sie an einer Investition in die Gesellschaft, einer strategischen Partnerschaft oder einer Akquisition interessiert sein könnten. Auch hier wurden Confidentiality Agreements abgeschlossen, die

⁵ *Ventas Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust* (2007), 2007 CarswellOnt 1705, B.L.R. 29 (4th) 312 (Ont. C.A.); *Ventas Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust* (2007), 2007 CarswellOnt 1704, 29 B.L.R. (4th) 292 (Ont. S.C.J.).

⁶ RICHARD R. CLARK, *Defensive Tactics and Deal Protection Techniques: The Canadian Perspective*, Committee Forum: An International Perspective on M&A Deal Protection, 8. August 2008, S. 18, abrufbar unter: <http://www.stikeman.com/en/pdf/Defensive_Tactics_and_Deal_Protection_Clark.pdf>.

⁷ Vgl. *Ventas, Inc. v. HCP, Inc.*, Nos. 09-6385/6413, slip op. at 39 (6th Cir. May 17, 2011); *Ventas, Inc. v. HCP, Inc.*, C.A. No. 3:07-CV-238-H, 2009 WL 2912779 (W.D. Ky. Sept. 8, 2009).

⁸ *In re Celera Corp. S'holder Litig.*, 2012 WL 1020471 (Del. Ch. Mar. 23, 2012).

⁹ *In re Celera Corp. S'holder Litig.*, E. *1.

¹⁰ *In re Celera Corp. S'holder Litig.*, E. *3.

¹¹ *In re Celera Corp. S'holder Litig.*, E. *21 ff.

¹² *In re Celera Corp. S'holder Litig.*, E. *20 ff.

¹³ *In re Complete Genomics Inc. S'holder Litig.*, C.A. No. 7888-VCL (Del. Ch. Nov. 27, 2012).

Standstills sowie teils Don't Ask, Don't Waive Standstills enthielten und den interessierten Bietern eine nicht-öffentliche Anfrage an den VR der Complete Genomics um eine Aufhebung des Standstills verboten.¹⁴ Auch hier wurde also die Kommunikation der Bieter mit dem VR der Zielgesellschaft limitiert, selbst wenn es nur um eine Erhöhung eines Angebotes ging.¹⁵ Nach mehrmonatigen Verhandlungen wurde vom VR entschieden, mit BGI-Shenzhen zu fusionieren,¹⁶ und im Vertrag wurde ein Verbot vorgesehen, existierende Standstills aufzuheben.¹⁷ Nach der Veröffentlichung versuchten Aktionäre der Complete Genomics dem VR zu verbieten, die abgeschlossenen Standstills durchzusetzen.¹⁸ Sie machten geltend, dass die Don't Ask, Don't Waive Standstills ein unzulässiges Hindernis für potentielle Angebote für die Gesellschaft darstellen.¹⁹ Der Delaware Court of Chancery entschied in einem erstinstanzlichen *transcript ruling*, dass ein Vertrag, der einem Bieter zusätzlich zum Standstill verbietet, die Zielgesellschaft um einen Verzicht auf ihr Standstill-Recht anzufragen, unzulässig sei. Begründet wurde dies damit, dass der VR der Complete Genomics mit der Zustimmung zu den Don't Ask, Don't Waive Standstills seine Pflichten zur Evaluation eines konkurrierenden Angebotes, Offenlegung wichtiger Informationen und Vornahme einer aussagekräftigen Empfehlung an die Aktionäre beschränkt habe.²⁰ Der Richter deutete dabei auf einen Unterschied zwischen den abgeschlossenen Don't Publicly Ask, Don't Waive Agreements und Standstills hin, die eine nicht öffentliche Anfrage zur Aufhebung des Standstills untersagen.²¹ Er sah jedoch davon ab, in die Durchsetzung der gültigen Standstill Agreements, d.h. jenen abgeschlossenen Standstills, bei denen es sich nicht um Don't Ask, Don't Waive Standstills handelte, einzugreifen, schützte diese also.²²

Bereits drei Wochen später befasste sich das gleiche Gericht im Fall *In Re Ancestry.com Inc. Shareholder Litigation*²³ erneut mit der Thematik. Im Zusammenhang mit einer Auktion wurden mit zwölf Parteien Confidentiality

Agreements abgeschlossen. Sämtliche dieser Vereinbarungen enthielten Don't Ask, Don't Waive-Standstills, in denen den Interessenten für einen Zeitraum von zwölf Monaten verboten wurde, direkt oder indirekt den VR darum zu ersuchen, den Standstill aufzuheben, es sei denn, der VR bitte ausdrücklich darum. Einzig die drei höchsten Bieter nahmen an einer zweiten Auktionsrunde teil. Als Siegerin der Auktion ging Permira Advisers hervor, woraufhin Permira und Ancestry.com einen Fusionsvertrag abschlossen. Aktionäre der Ancestry.com reichten in der Folge Klage wegen Pflichtverletzungen des VR ein und wollten verhindern, dass die Generalversammlung über die Fusion abstimmen konnte.²⁴ Das Gericht hielt fest, ihm sei keine Regel bekannt, welche vorsehe, dass Don't Ask, Don't Waive Standstills *per se* ungültig seien. Von solchen Vereinbarungen müsse jedoch in Übereinstimmung mit den Pflichten des VR Gebrauch gemacht werden. Der VR müsse sicherstellen, dass er alles Zumutbare unternommen habe, damit der Preis so hoch wie möglich sei, und er müsse die Aktionäre vollumfänglich informieren.²⁵

III. Standstill Agreements im Schweizer Recht

1. Allgemeines

Erfolgt der Kontrollerwerb einer Publikumsgesellschaft nicht durch Fusion, sondern durch Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, sind die Regeln von Art. 22 ff. BEHG zu beachten.²⁶ Gesetzgeber und UEK fördern in diesem Bereich Auktionen, um einen funktionierenden Unternehmenskontrollmarkt zu ermöglichen. Bessere Zweitangebote sind erwünscht und für den Fall, dass ein wirtschaftlich vorteilhafteres Konkurrenzangebot vor dem Ablauf des Erstangebotes von einem Dritten unterbreitet wird,²⁷ sieht Art. 30 Abs. 1 BEHG vor, dass die Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft frei unter den Angeboten wählen können müssen. Art. 30 BEHG bezweckt also im Interesse der Aktionäre die Sicherung des Auktionszutritts von konkurrierenden Anbietern sowie die Schaffung eines *level playing*

¹⁴ MILBANK, Delaware Chancery Court Enjoins Standstill Agreement, Corporate Governance Group, Client Alert, 17. Dezember 2012, S. 1, abrufbar unter: <<http://www.milbank.com/images/content/1/0/10946/Dont-Ask-Dont-Waive-Standstill-Provision.pdf>>.

¹⁵ WINSTON & STRAWN LLP, Delaware Court Enjoins «Don't Ask/Don't Waive» Standstill Provision, Corporate Practice, Dezember 2012, S. 1, abrufbar unter: <<http://www.winston.com/siteFiles/Publications/DelawareCourtBriefing.pdf>>.

¹⁶ MILBANK (FN 14), S. 2.

¹⁷ WINSTON & STRAWN LLP (FN 15), S. 1.

¹⁸ MARC KUSHNER/EMMANUEL PRESSMAN/MEDARD T. FISCHER, «Don't Ask, Don't Waive» Standstill Provisions and the Board's Duty to Stay Informed, Osler, 30. Januar 2013, abrufbar unter: <<http://www.osler.com/NewsResources/Dont-Ask-Dont-Waive-Standstill-Provisions-and-the-Boards-Duty-to-Stay-Informed/>>.

¹⁹ MILBANK (FN 14), S. 1 f.

²⁰ In re Complete Genomics Inc. S'holder Litig., C.A. No. 7888-VCL (Del. Ch. Nov. 27, 2012), S. 18.

²¹ In re Complete Genomics Inc. S'holder Litig., S. 11 f.

²² KUSHNER/PRESSMAN/FISCHER (FN 18).

²³ In re Ancestry.com Inc. S'holder Litig., C.A. No. 7988-CS (Del. Ch. Dec. 17, 2012).

²⁴ SULLIVAN & CROMWELL LLP, In re Ancestry.com Inc. Shareholder Litigation, Delaware Court of Chancery Rules That «Don't Ask, Don't Waive» Standstills Are Not Per Se Unenforceable, but Their Use and Effect Should Be Disclosed to Shareholders, 9. Januar 2013, S. 2, abrufbar unter: <http://www.sullcrom.com/files/Publication/9ed56469-7044-4595-a2ef-f65074bf86ae/Presentation/PublicationAttachment/2a8e61f7-44bb-4098-9c30-f751a4bb556b/SC_Publication_In_re_Ancestry_com_Inc_Shareholder_Litigation.pdf>.

²⁵ In re Ancestry.com Inc. S'holder Litig., S. 21 f.

²⁶ Vgl. WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 2.

²⁷ Vgl. WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 6; vgl. auch Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börseengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I. 1369, S. 1415 f.

field unter den verschiedenen Interessenten.²⁸ Mit den in Art. 48 ff. UEV²⁹ statuierten und gestützt auf Art. 30 Abs. 2 BEHG erlassenen Regeln betreffend konkurrierende Angebote soll die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger gewährleistet werden. Wie erfolgreich ein Angebot ist, soll einzig von seinen Konditionen abhängen.³⁰ Deshalb sieht Art. 51 Abs. 2 UEV vor, dass die Empfänger bei Veröffentlichung eines konkurrierenden Angebotes ihre Annahmeerklärungen bezüglich des vorhergehenden Angebotes bis zu dessen Ablauf widerrufen können.

2. Centerpulse als Leading Case

Nach der seitens der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK; heute: FINMA) in Sachen *Centerpulse*³¹ bestätigten Praxis der UEK beschränkt Art. 30 Abs. 1 BEHG die Vertragsfreiheit dahingehend, dass auf das freie Wahlrecht im Falle eines konkurrierenden Angebots nicht verzichtet werden kann. Es sei jegliche Form der *vertraglichen (Selbst-)Beschränkung der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre* ausgeschlossen. Die UEK hielt auch fest, dass Vereinbarungen zwischen allen am Verfahren Beteiligten unzulässig seien, wenn sie sich auf den Steigerungserfolg auswirkten – also nicht nur für den andienungswilligen Grossaktionär keine Wirkung entfalten.³²

Im Rechtsmittelverfahren wies die Übernahmekammer der EBK weiter darauf hin, dass in Übernahmeverfahren die *Prinzipien der Gleichbehandlung, Transparenz sowie Lauterkeit*³³ beachtet werden müssen (vgl. Art. 1 BEHG sowie Art. 1 UEV). Aus diesem Grunde müsse einerseits jeder Anbieter die gleichen Chancen haben, die Zielgesellschaft zu erwerben und ein entsprechendes Angebot zu unterbreiten; andererseits müssten die Aktionäre der Zielgesellschaft die Möglichkeit haben, ihre Aktien zum bestmöglichen Preis zu verkaufen.³⁴ Könne eine Person oder Gesellschaft dieses Gleichgewicht zwischen den In-

teressen der Beteiligten zu ihren Gunsten beeinflussen, entspreche das Übernahmeverfahren nicht mehr den Anforderungen des Gesetzes. Eine solche Beeinträchtigung liege bei Abmachungen vor, in denen dem Erstanbieter die Andienung einer bestimmten Prozentzahl an Aktien der Zielgesellschaft zugesichert werde. Durch solche Vereinbarungen werde ein Schutz gegen Konkurrenzangebote erreicht, da sie für weitere Anbieter eine Marktzutrittsschranke darstellten. Ein solches Vorgehen verletze die Interessen der Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft, weil sie von einem das Erstangebot konkurrierenden besseren Angebot nicht oder nur beschränkt profitieren könnten.³⁵

Im Schweizer Recht sind damit Andienungsverträge nach heutiger Praxis unzulässig, falls ein Konkurrenzangebot erfolgt; davor haben sie jedoch – unter den Parteien – verbindliche Wirkung.³⁶ Dieser behördliche Eingriff in die Vertragsfreiheit zwischen Aktionär und Bieter ist aber nicht unumstritten³⁷ und führt im Einzelfall auch zu problematischen Ergebnissen, denn Folge der behördlichen Praxis kann sein, dass sich gar kein Bieter findet, der die Kosten eines Erstangebotes auf sich nimmt, wenn er sich nicht durch eine Andienungsvereinbarung versichern kann, dass seinem Bemühen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit Erfolg beschieden ist. Der Schutz des Bieterwettbewerbs erweist sich dann für die Aktionäre der Zielgesellschaft insoweit als Überregulierung und Bumerang, als sie nicht einmal über ein Erstangebot entscheiden können – weil ein solches gar nicht erst erfolgt. So gesehen ist es fraglich, ob Minderheitsaktionäre wirklich geschützt werden müssen, wenn der Grossaktionär bereit ist, zu gewissen Konditionen seine Aktien anzudienen – im wirtschaftlich fast identischen Fall, wo der Grossaktionär seine Aktien verkauft,³⁸ greift ja auch kein entsprechender Schutz.³⁹

die Aktionäre für ihre Titel einen möglichst *hohen* Preis erzielen. Es soll lediglich ein *fairer* Preis sichergestellt werden.

²⁸ VON DER CRONE (FN 4), S. 8 f.; WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 9.

²⁹ Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV) vom 21. August 2008, SR 954.195.1.

³⁰ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 30 N 6.

³¹ Vgl. Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 23. Juli 2003 i.S. Smith & Nephew plc./Smith & Nephew Group plc./Zimmer Holdings, Inc./Centerpulse AG/InCentive Capital AG/Zürich Versicherungs-gesellschaft/René Braginsky/III Industrial Investors International Corp./Familie Hans Kaiser.

³² UEK-Empfehlung II InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, Öffentliches Kauf- und Umtauschangebot der Zimmer Holdings, Inc., Warsaw (USA), an die Aktionäre der InCentive Capital AG, Zug – Voranmeldung, Bedingungen, Verzicht auf Widerrufsrecht der Aktionäre bei Konkurrenzofferte, Rückzugsrecht der Erstanbieterin, E. 5.4.3; vgl. auch Verfügung der Übernahmekammer der EBK (FN 31), E. 3.6.

³³ Vgl. zu diesen Prinzipien ausführlich VON DER CRONE (FN 4), S. 1 ff.

³⁴ Demgegenüber weist JRENA FRAUENFELDER, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Diss. Zürich 2001, S. 209 (= SSW 211) darauf hin, dass die im Rahmen des Auktionsverfahrens statuierten Verhaltensvorgaben nicht gewährleisten sollen, dass

³⁵ Verfügung der Übernahmekammer der EBK (FN 31), E. 3.3.4.

³⁶ Vgl. u.a. EVA BILEK, Konkurrierende Übernahmeangebote, Diss. Zürich 2011, S. 184 (= SSW 301); JAKOB HÖHN/CHRISTOPH G. LANG/SEVERIN ROELLI, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, S. 165 f.; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 444; RUDOLF TSCHÄNI, Tragweite und Auswirkungen der sog. Auktionsregel bei konkurrierenden öffentlichen Übernahmeangeboten, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, S. 419 ff., S. 427; RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2010, N 202; WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 41.

³⁷ TSCHÄNI (FN 36), S. 428; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 30 N 12 ff.; WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 40 f.; dagegen befürwortend SCHENKER (FN 36), S. 431 f.

³⁸ Vgl. dazu SCHENKER (FN 36), S. 431 f.; ANDRIN SCHNYDRIG/MAR-KUS VISCHER, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP/PJA 2006, 1192 ff., 1204; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 30 N 15; WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 40 f.

³⁹ Eine Andienungsvereinbarung statt eines Kaufvertrages wird in der Praxis abgeschlossen, weil der Interessent das Paket des Grossaktionärs oft nur kaufen will, wenn er sicher ist, dass er Kontrolle

3. Übertragbarkeit der Centerpulse Praxis auf Standstills?

Im Lichte der geschilderten – m.E. falschen – Rechtsprechung fragt sich, ob sich Interessenten verbindlich zu einem Offert- oder Erhöhungs-Standstill verpflichten können, da durch solche Vereinbarungen Konkurrenzofferten auch behindert werden. Zu beachten ist dabei, dass Standstills – wie im Beispielfall gezeigt – durchaus im Interesse der Zielgesellschaft und damit auch ihrer Aktionäre sein können, wenn sie entweder so eingesetzt werden, dass sie in einer Verhandlungsphase die Interessenten zur Abgabe des höchsten Preises zwingen oder sicherstellen, dass der Erstbieter (oder der Fusionspartner) wirklich sein höchstes Angebot abgibt. Für die Zielgesellschaft können überlange Bieterwettbewerbe nämlich sehr belastend sein, insbesondere weil Kunden wegen Unsicherheiten «abspringen» oder Arbeitnehmer abgeworben werden, so dass am Schluss Wert vernichtet wird bzw. die Aktionäre de facto (und entgegen der Intention der Behörden) gar kein Wahlrecht mehr haben: sie müssen das Angebot dann nämlich annehmen, weil eine Ablehnung dazu führen würde, dass sie Aktionäre einer Gesellschaft bleiben, die weniger wert ist als zu Beginn der Auktion. Auch kann Folge der Überregulierung sein, dass weitere Bieter gar nicht auftreten, weil sie die Gefahr der geschilderten Wertvernichtung voraussehen.⁴⁰

Zu beachten ist auch, dass im Gegensatz zur Andienungsvereinbarung, die tatsächlich je nach Konstellation jegliche Konkurrenz ausschaltet, Standstills nur gewisse Konkurrenzofferten verunmöglichen: beim Offert-Standstill diejenigen Parteien, die in der Verhandlungsphase nicht bereit waren, ein genügend hohes Angebot abzugeben; beim (blossen) Erhöhungs-Standstill sind Konkurrenzofferten sogar unbeschränkt zugelassen: verhindert wird bloss, dass der Erstanbieter ein Konkurrenzangebot noch einmal überbietet; anders gesagt können Aktionäre ungeachtet einer solchen Vereinbarung zwischen den einzelnen Angeboten frei wählen – was sie einzig nicht können, ist, auf eine Angebotsverbesserung der vertraglich gebundenen Partei hoffen.

Zwar ist aufgrund des Umstandes, dass der Bieter auf ein allfälliges Konkurrenzangebot nicht mit einem höheren Angebot reagieren kann, denkbar, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft ihre Aktien nicht zu den bestmöglichen (sondern nur zweitbesten) Bedingungen verkaufen können. Aufgrund des Umstandes, dass die Vereinbarung eines solchen Standstills jedoch gerade bewirken soll, dass der Erstbieter bereits mit seinem ersten Angebot

erhält, also auch genügend Aktien der Minderheitsaktionäre angekauft werden.

⁴⁰ Vgl. zu den negativen Auswirkungen eines überlangen Bieterwettbewerbs u.a. RUDOLF TSCHÄNI, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, AJP/PJA 3/1994, S. 309; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/ DIEM, Art. 30 N 9; VON DER CRONE (FN 4), S. 10; WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 19 f.

an seinen Maximalpreis geht, wird auch bei Fehlen eines Standstill kaum ein höherer Preis für die Aktien erzielt werden können. Es ist vielmehr denkbar, dass wegen des Standstills ein gesamthaft besseres Angebot resultiert, etwa dann, wenn ein Bieter zu einem deutlich höheren Angebot bereit ist, als die Konkurrenz: Durch den Umstand, dass er nur eine Möglichkeit zur Unterbreitung eines Angebots hat, ist er von Beginn weg und unabhängig von Konkurrenzangeboten gezwungen, ein vergleichsweise hohes Angebot zu unterbreiten, wie in den Beispielfällen in der Einleitung gezeigt wurde. Ohne Standstill könnte ein Angebot resultieren, bei dem die Aktionäre der Zielgesellschaft schlechter gestellt wären, als mit einem Standstill. Wie von der EBK bei Centerpulse gefordert, kann ein Standstill somit die Chancen der Aktionäre zum Verkauf ihrer Aktien zu den bestmöglichen Konditionen erhöhen und die Gefahr vermindern, dass unangemessene Angebote erfolgen.⁴¹

Nach hier vertretener Ansicht wird damit die Allokations- und Kontrollfunktion des Marktes für Unternehmenskontrolle⁴² durch richtig strukturierte Standstills nicht beeinträchtigt. Der Wettbewerb zwischen den einzelnen Bietern wird auch dann nicht wesentlich vermindert, wenn mit sämtlichen Interessenten Standstills abgeschlossen werden: alle haben dann die gleichen Chancen, die Zielgesellschaft zu erwerben. Es liegt ein echter Wettbewerb vor, er ist im Interesse der Zielgesellschaft einfach in das Vorfeld der öffentlichen Auseinandersetzung verlagert. Das Gleichgewicht zwischen den Interessen könnte lediglich dann gestört sein, wenn der VR der Zielgesellschaft unfair agiert, z.B. selektiv informiert oder schlechtere Bieter bevorzugt – dann macht er sich aber nach Art. 754 OR verantwortlich und der Nachteil, dass keine behördliche Kontrolle der Gleichbehandlung nach Art. 49 Abs. 2 UEV erfolgt, wird durch die Vorteile eines kurzen Auktionsprozesses und eines hohen Angebotspreises aufgewogen.

Dass die Interessen der Zielgesellschaft, sich aus einem Bieterkampf herauszuhalten, unter Umständen höher zu gewichten sind als das Recht der Aktionäre, einen Höchstpreis für ihre Aktien zu erzielen, folgt auch aus dem (zur Zeit des Centerpulse-Entscheides noch nicht existierenden) Art. 53 Abs. 1 UEV, der vorsieht, dass die UEK eine Person, die öffentlich bekannt gibt, dass sie die Möglichkeit der Unterbreitung eines öffentlichen Angebotes in Betracht zieht, verpflichten kann, innerhalb von sechs Monaten weder ein Angebot zu unterbreiten noch eine die Angebotspflicht auslösende Beteiligungsschwelle zu überschreiten. Von diesem Verbot kann die UEK den potenziellen Anbieter befreien (muss dies aber nicht), wenn ein Dritter ein Angebot für die Zielgesell-

⁴¹ Vgl. BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 22–30 N 5; TSCHÄNI (FN 40), S. 309.

⁴² Vgl. hierzu WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 27.

schaft unterbreitet (Art. 53 Abs. 3 UEV). Wäre die UEK beim Verfassen dieser Bestimmung der Meinung gewesen, die Centerpulse Praxis gelte bei Standstills auch, hätte sie diesen Absatz anders formulieren müssen.

Folgt man der hier vertretenen Ansicht, wonach Standstills zuzulassen sind (oder zumindest Erhöhungs-Standstills, die Konkurrenzofferten nicht ausschliessen), fragt sich weiter, ob sie übernahmerechtlich als Don't Ask, Don't Waive Standstills vereinbart werden dürfen. Zwar bietet eine solche Klausel den Vorteil, dass der Druck auf die Interessenten, ihr bestes Angebot zu machen, noch erhöht wird, da sie die Gesellschaft nicht einmal über ihr Interesse an der Unterbreitung oder auch Erhöhung eines Angebotes informieren können, andererseits fragt sich aber, ob es tatsächlich möglich sein soll, dass sich der VR sozusagen bewusst Scheuklappen anziehen darf, bzw. erklärt, er würde nur noch Offerten von Dritten prüfen. M.E. sind auch hier keine regulatorischen Schranken zu ziehen, denn das Gesellschaftsrecht schränkt, wie im Folgenden noch zu zeigen ist, die Möglichkeiten des VR, solche Vereinbarungen zu unterzeichnen, genügend ein.

Selbst wenn dies von der UEK anders gesehen würde, ist darauf hinzuweisen, dass die UEK von Amtes wegen oder auf Gesuch hin Ausnahmen von einzelnen Bestimmungen der UEV gewähren kann, sofern diese durch *überwiegende Interessen* gerechtfertigt sind (Art. 4 Abs. 1 UEV). Als überwiegende Interessen kommen u.a. Interessen der Zielgesellschaft, der Angebotsempfänger und auch weiterer Beteiligter in Betracht.⁴³ Aus dem Umstand, dass sich langwierige Auktionsprozesse wie erwähnt schädigend auf die Zielgesellschaft (und damit indirekt auch auf die Angebotsempfänger) auswirken können, muss – auch gestützt auf die hier erwähnten Urteile – folgen, dass gegebenenfalls Ausnahmen zu erteilen wären – aber nur, wenn man überreguliert und Standstills beschränkt.

4. Grundsatz der Unverzichtbarkeit von verwaltungsrechtlichen Rechten

Beim Erhöhungs-Standstill stellt sich zusätzlich die Frage, ob eine Beschränkung der Möglichkeit der Änderung eines unterbreiteten Angebots (vgl. Art. 52 UEV) zulässig ist.

Zu bedenken ist erneut, dass die Vereinbarung eines solchen Standstill nur zur Folge hat, dass es statt zu einer Auktion mit einem offenem Bieterverhalten⁴⁴ zu einer Auktion mit beschränkter Anzahl Runden kommt. Die UEV sieht zwar theoretisch eine unbegrenzte Abfolge von Angeboten und Gegenangeboten vor,⁴⁵ bietet jedoch

auch *Möglichkeiten zur Verkürzung des Übernahmeverfahrens*.⁴⁶ So wird in Art. 48 Abs. 5 UEV festgehalten, dass sich die Gesamtdauer des Verfahrens nicht übermässig hinausziehen darf. Der Erhöhungs-Standstill will ein ähnliches Ziel privatrechtlich erreichen und erst noch sicherstellen, dass bereits das Erstangebot hoch ausfällt.

Art. 52 UEV sieht abweichend vom privatrechtlichen Grundsatz, dass eine Offerte (oder ein bereits geschlossener, wenn auch bedingter Vertrag) durch den Offerenten nicht mehr einseitig abgeändert werden kann,⁴⁷ vor, dass das Angebot bis spätestens zum fünften Börsentag vor Ablauf zu Gunsten der Angebotsempfänger verbessert werden darf.⁴⁸ Fraglich ist damit, ob auf dieses verwaltungsrechtliche Recht rechtsgültig verzichtet werden kann, bzw. ob einer Zulassung der Beschränkung des Änderungsrechts öffentliche Interessen entgegenstehen.⁴⁹ Da die Allokations- und Kontrollfunktion des Marktes für Unternehmenskontrolle durch die Vereinbarung von Standstill Agreements wie erläutert nicht beeinträchtigt wird, stehen einem solchen Verzicht m.E. keine überwiegenden öffentlichen Interessen entgegen – und der Bieter behält natürlich sein Abänderungsrecht unter dem Standstill, wenn keine Konkurrenz erfolgt (aber z.B. die Gefahr besteht, dass die Mindestandienungsschwelle nicht erreicht wird). Deshalb sollte es den Beteiligten grundsätzlich gestattet sein, vertraglich auf die Möglichkeit der Änderung des Angebotes, falls damit ein Konkurrenzangebot übertroffen werden soll, zu verzichten und mittels der Beschränkung der Anzahl Auktionsrunden auf die Dauer des Steigerungsverfahrens Einfluss zu nehmen.

5. Vertrags- und gesellschaftsrechtliche Schranken, Offenlegung

Im Schweizer Privatrecht gilt der *Grundsatz der Vertragsfreiheit*. Gemäss Art. 19 Abs. 1 OR kann der Inhalt eines Vertrages in den Schranken des Gesetzes beliebig festgelegt werden.⁵⁰ Soweit ersichtlich stehen Standstill Agreements weder zwingende Gesetzesvorschriften

⁴³ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 28 N 87.

⁴⁴ Vgl. VON DER CRONE (FN 4), S. 10.

⁴⁵ Vgl. BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 30 N 6.

⁴⁶ Von dieser Möglichkeit hat die UEK in Sachen Centerpulse Gebrauch gemacht und eine Frist für mögliche Drittofferten festgesetzt (vgl. UEK-Empfehlung Centerpulse/InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003, Öffentliches Kauf- und Umtauschangebot der Zimmer Holdings, Inc., Warsaw (USA), an die Namenaktionäre der Centerpulse AG, Zürich, und die Inhaberaktionäre der InCentive Capital AG, Zug – Zeitplan der Angebote, E. 3.2).

⁴⁷ Vgl. hierzu statt vieler INGBORG SCHWENZER, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 6. Aufl., Bern 2012, § 28 N 5.

⁴⁸ FRANK GERHARD, Das virtuelle Übernahmeangebot, GesKR 2–3 2006, 216 ff., 216. Vgl. BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 30 N 20.

⁴⁹ Die Frage der Unverzichtbarkeit von verwaltungsrechtlichen Rechten hat die Übernahmekommission der UEK in ihrer Verfügung in Sachen Centerpulse letztlich jedoch mit der Begründung offengelassen, dass einem Verzicht auf das Wahlrecht bzw. Widerrufsrecht *überwiegende öffentliche Interessen* entgegenstehen (vgl. Verfügung der Übernahmekammer der EBK (FN 29), E. 3.2).

⁵⁰ Vgl. hierzu ausführlich BSK OR I-UCHER, Vor Art. 1–40 N 5 ff.

noch Art. 27 und Art. 20 OR entgegen,⁵¹ weshalb solche Vereinbarungen auch aus Sicht des Privatrechts als zulässig zu erachten sind.

Die in Art. 717 Abs. 1 OR vorgesehene gesellschaftsrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht verpflichtet den VR, nur Verträge einzugehen, die im Interesse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre liegen.⁵² Je nach Konstellation kann eine vertragliche Vereinbarung, die diese Schranke überschreitet, ungültig sein, wenn die Gegenseite dies erkennen muss;⁵³ ist dies nicht der Fall, kann der VR für einen Schaden der Gesellschaft, oder direkten Schaden der Aktionäre, zur Verantwortlichkeit gezogen werden.

Nachdem es wie dargelegt durchaus im Interesse der Gesellschaft (und auch ihrer Aktionäre) liegen kann, langwierige Übernahmekämpfe zu vermeiden und das Übernahmeverfahren möglichst kurz zu halten und Konstellationen denkbar sind, in denen die Aktionäre der Zielgesellschaft bei Fehlen eines Standstills schlechter gestellt sind,⁵⁴ kann sich aus Art. 717 OR keine generelle Schranke gegen Standstills ergeben – je nach dem konkreten Sachverhalt kann sich aus dieser Bestimmung sogar eine Verpflichtung des VRes zum Abschluss eines Standstill Agreements ergeben.

Fraglich bleibt aber, ob der VR der Zielgesellschaft gut beraten ist, einen absoluten Don't Ask, Don't Waive Standstill auszuhandeln, der beispielsweise auch bei geänderten Verhältnissen gilt oder auch dann, wenn das Angebot der vom Standstill betroffenen Partei viel besser ausfallen würde, als das zunächst vom VR präferierte Angebot. Auch wird der VR nur solch definitive Standstills abschliessen können, wenn er sicher ist, dass die Interessenten eine faire Chance hatten, ihr bestes Angebot abzugeben und auch kein Informationsgefälle bestand (oder entsteht). Zu erwägen ist damit beispielsweise, ob ab einer bestimmten Mindestserhöhung ein *Standstill-fall-away*⁵⁵ vereinbart werden soll (oder der Vertragspartei zumindest erlaubt werden soll, die Diskussion mit dem VR der Zielgesellschaft wieder zu suchen). Unter einer solchen Vereinbarung würde das Don't Ask, Don't Waive (oder der ganze Standstill) z.B. entfallen, wenn

der Bieter bereit ist, das Erstangebot um eine bestimmte Grösse (z.B. 10 %) zu überbieten. Zu beachten ist auch, dass der VR – eine andere Regel im Fusionsvertrag oder der Transaktionsvereinbarung vorbehalten (wie dies in den amerikanischen Fällen der Fall war) – stets die Möglichkeit behält, den Vertrag mit dem Interessenten aufzuheben.

Betreffend Offenlegung gilt m.E. Folgendes: Dem VR der Zielgesellschaft obliegt gegenüber den Inhabern von Beteiligungspapieren die Pflicht, in einem Bericht zum Angebot Stellung zu nehmen, wobei die darin enthaltenen Informationen wahr und vollständig sein müssen (vgl. Art. 29 Abs. 1 BEHG). In Art. 30 Abs. 1 UEV wird konkretisierend festgehalten, dass der Bericht sämtliche Informationen enthalten muss, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. Aufgrund der regelmässig zwischen den Aktionären und der Unternehmensleitung bestehenden Informationsasymmetrie sowie der weitreichenden Auswirkungen eines Standstills (und vermehrt noch bei einem Don't Ask, Don't Waive Standstill) ist die Existenz von solchen Vereinbarungen im Bericht wohl offenzulegen (m.E. aber ohne Namensnennung der Gegenparteien), damit eine sachgerechte Entscheidung der Aktionäre sichergestellt bleibt.⁵⁶

Sollte sich der Entscheid zur Vereinbarung eines Standstills *ex post* dennoch als falsch erweisen, muss bei einer allfälligen Verantwortlichkeitsklage beachtet werden, dass sich Gerichte nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung und herrschenden Lehre bei der nachträglichen Beurteilung von Geschäftsentscheiden Zurückhaltung aufzuerlegen haben.⁵⁷ Bei der Frage, ob eine Pflichtverletzung im Zusammenhang mit einem unternehmerischen Entscheid (der darüber hinaus in einem sehr komplexen Umfeld erfolgt) begangen wurde, ist damit auf die Vertretbarkeit des Entscheides und nicht auf dessen Zweckmässigkeit abzustellen.⁵⁸

IV. Fazit

Aus Sicht der Zielgesellschaft können Standstill Agreements in vielen Fällen Sinn machen, bzw. im Gesellschaftsinteresse liegen. Sie sind dann nach der hier vertretenen Auffassung sowohl vertrags- als auch übernahmerechtlich verbindlich. Eine gewisse Zurückhal-

⁵¹ Das behördliche Verbot der Andienungsvereinbarung ist ja auch nicht absolut, sondern wirkt, wie gezeigt, erst ab einem Konkurrenzangebot.

⁵² BSK OR II-WATTER, Art. 718a N 6 ff.; vgl. zum in Übernahmeverfahren zu wahrenenden Gesellschaftsinteresse FRAUENFELDER (FN 34), S. 153 ff.; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 29 N 1; WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 18.

⁵³ BSK OR II-WATTER, Art. 781a N 9 ff.

⁵⁴ Vgl. hierzu die Ausführungen unter III.3.

⁵⁵ Im kanadischen Fall *In Shareholder Litigation Ventas vs. Sunrise Reit* hatte Ventas einen *Standstill-fall-away* ausgehandelt. Die Parteien vereinbarten, dass der Standstill u.a. wegfällt, wenn Sunrise eine Vereinbarung mit einem Dritten über den Verkauf von mehr als 20 % ihres Vermögens trifft (vgl. *Ventas Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust* (2007), 2007 CarswellOnt 1704, 29 B.L.R. (4th) 292 (Ont. S.C.J.), E. 6).

⁵⁶ Vgl. BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 29 N 3; WATTER/MAIZAR (FN 3), S. 15; vgl. generell zur Offenlegung von Transaktionsvereinbarungen PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 7 N 168; SCHNYDRIG/VISCHER (FN 38), S. 1205.

⁵⁷ Vgl. insb. BGer 4A_74/2012 vom 18. Juni 2012, E. 5.1 m.w.H.; BSK OR II-GERICKE/WALLER, Art. 754 N 31; BÖCKLI (FN 56), § 13 N 581.

⁵⁸ Vgl. BSK OR II-GERICKE/WALLER, Art. 754 N 31.

tung ist gegenüber dem darüber hinausgehenden Don't Ask, Don't Waive Standstill angebracht. Hier sollte m.E. ein vorsichtiger VR erwägen, eine Mindestserhöhung vorzusehen, ab der zumindest ein «ask» wieder möglich ist – auch sollte er solche Vereinbarungen nur schliessen, wenn er sicher ist, dass sein Verhalten gegenüber allen Interessenten fair war und keine Informationsasymmetrie bestand.

Mit dieser Auffassung würde auch ein weitgehender Gleichlauf des Schweizer Rechts mit den diesem Deal Watch unterliegenden Entscheiden erzielt. Anzumerken ist, dass dieses Resultat aber nur dann befriedigend hergeleitet werden kann, wenn gleichzeitig die Praxis der UEK, Tender Agreements für unwirksam zu erklären, wenn ein Konkurrenzangebot erfolgt, in Frage gestellt wird. Wenn die UEK nicht bereit ist, dies zu tun und ihre (hier als falsch beurteilte) Praxis auch auf Standstills überträgt, müsste sie zumindest grosszügig von ihrer Kompetenz nach Art. 4 Abs. 1 UEK Gebrauch machen – denn Standstills liegen, wenn im richtigen Zeitpunkt eingesetzt, meist im Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre.
