SZW / RSDA

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

SZW-RSDA 5/2024 | S. 562-570

Beiträge

Schweizer Übernahmerecht – ausgewählte aktuelle Entwicklungen

Tino Gaberthüel[*]

Simone Ehrsam[**]

This article focuses on two recent developments in the field of Swiss takeovers. The first part examines the development of the so-called "no shop" and "no Talk" clauses in transaction agreements between bidders and targets and the stricter approach the Swiss Takeover Board (TOB) has taken as regards "no talk" provisions. These clauses, which prevent target companies from engaging with potential third-party offerors, have faced increased scrutiny by the TOB. The TOB has found that such provisions may conflict – despite a "fiduciary out" with the principle of equal treatment of bidders and may impede a level playing field and therefore not be in the interest of public shareholders. The second part of the article focuses on changes to employee participation plans in the context of a public tender offer, taking into account the TOB's newsletter of May 2023. In its newsletter, the TOB clarified that changes to employee participation plans may constitute a benefit to employee shareholders and therefore be subject to the "best price rule" and therefore need to be valued by a valuation expert. The article evaluates the implications of the Takeover Board's position on the structuring of future transactions.

Inhaltsübersicht

- **I. Einleitung**
- **II. *Fiduciary Out***
  1. 1. *Fiduciary Out* in Transaktionsvereinbarungen
  2. 2. Entwicklung der *Fiduciary Out*-Klausel in Transaktionsvereinbarungen

3. 3. Praxis der UEK zur Zulässigkeit von *No Talk*- und *Fiduciary Out*-Klauseln
4. 4. Würdigung und Ausblick

- **III. Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen**
  1. 1. Umgang mit Mitarbeiteraktien und -optionen
  2. 2. Praxis der UEK zu Anpassungen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen
  3. 3. Fazit und Würdigung

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

I. Einleitung

In diesem Artikel werden einerseits die neusten Entwicklungen zu sogenannten *No Shop*- und *No Talk*-Verpflichtungen der Zielgesellschaft in Transaktionsvereinbarungen mit Anbietern sowie die Praxis der Übernahmekommission (UEK) hierzu und andererseits die aktuelle Praxis der UEK zur Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen untersucht.

In den letzten Jahren hat die UEK eine schärfere Haltung gegenüber *No Shop*- und *No Talk*-Verpflichtungen eingenommen und insbesondere diverse *No Talk*-Bestimmungen übernahmerechtlich für (teilweise) ungültig erklärt. Die UEK ist der Ansicht, dass solche Bestimmungen trotz eines *Fiduciary Out* dem Grundsatz der Gleichbehandlung von mehreren Bietern und damit der Schaffung eines *Level playing field* und dem Interesse des Markts an einem Bieterverfahren widerspricht.

Im Zusammenhang mit den Mitarbeiterbeteiligungsplänen wird ein besonderer Fokus auf den im Mai 2023 von der UEK publizierten Newsletter, wonach Plananpassungen ebenfalls vom Gleichbehandlungsgrundsatz und der *Best Price Rule* erfasst sein können und demzufolge eine Bewertung erfordern, gelegt. Dabei geht es insbesondere auch um die Frage, ob mit dem Newsletter beabsichtigt ist, die bisherige Praxis der UEK zu Planänderungen aufzuheben oder anzupassen.

II. *Fiduciary Out*

1. *Fiduciary Out* in Transaktionsvereinbarungen

Im Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten werden oft *No Shop*- und *No Talk*-Verpflichtungen mit der Zielgesellschaft vereinbart, um die Transaktionssicherheit zu erhöhen. *No Shop*-Klauseln verpflichten die Zielgesellschaft, nicht aktiv nach einem Drittanbieter zu suchen. *No Talk*-Vereinbarungen gehen weiter und untersagen der Zielgesellschaft, mit einem Dritten, der von sich aus an die Zielgesellschaft herantritt, Gespräche zu führen oder Informationen zu teilen.[1] *No Shop*-

und *No Talk*-Klauseln gehen typischerweise mit der Verpflichtung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft einher, das Angebot des Anbieters zu unterstützen.

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

No Shop-Klauseln für die Dauer des Angebots werden sowohl von der Lehre als auch von der UEK als zulässig erachtet.[2] Deren Zulässigkeit wird namentlich damit begründet, dass *No Shop*-Klauseln Drittangebote nicht verbieten und den Verwaltungsrat nicht daran hindern, mit einem Drittanbieter zu verhandeln, wenn dieser von sich aus an die Zielgesellschaft herantritt.[3] *No Talk*-Klauseln hingegen werden als problematischer angesehen. Nach einem Teil der Lehre sind solche Vereinbarungen generell unzulässig, weil sie Drittangebote so stark benachteiligen, dass die Klausel kaum mehr im Interesse der Zielgesellschaft liegt.[4] Ferner wird dagegen vorgebracht, dass *No Talk*-Klauseln mit den Sorgfalts- und Treuepflichten des Verwaltungsrats nicht zu vereinbaren seien. Reine *No Talk* Klauseln sind entsprechend in Transaktionsvereinbarungen nicht anzutreffen. Vielmehr werden diese Klauseln mit einem sogenannten *Fiduciary Out* verbunden, in welchem detailliert geregelt wird, unter welchen Umständen der Verwaltungsrat sich von seiner *No Talk*-Verpflichtung und der Verpflichtung, den Aktionären das (Erst-)Angebot zur Annahme zu empfehlen, befreien kann.[5] Im Gegensatz zu anderen Verpflichtungen im Zusammenhang mit einem (freundlichen) öffentlichen Kaufangebot sind die Interessen der Zielgesellschaft und des Anbieters bei der Ausgestaltung der *Fiduciary Out*-Klauseln nicht deckungsgleich. Während die Zielgesellschaft frei entscheiden möchte, ob sie auf ein potenzielles Drittangebot eingeht oder nicht, möchte der Erstanbieter eine klare und detaillierte Beschreibung der Kriterien, unter denen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft mit einem potenziellen Drittanbieter verhandeln oder Informationen teilen darf.[6]

2. Entwicklung der *Fiduciary Out*-Klausel in Transaktionsvereinbarungen

Seit 2019 und der Verfügung der Übernamekommission in Sachen Panalpina Welttransport (Holding) AG (Panalpina) hat die UEK *Fiduciar Out*-Klauseln regelmässig genauer unter die Lupe genommen. Nicht zuletzt hat die sich dabei immer weiterentwickelnde Praxis der UEK dazu geführt, dass *Fiduciary Out*-Klauseln zwischen den Anbietern und den Zielgesellschaften zunehmend intensiver verhandelt werden und die Zielgesellschaften und Anbieter von relativ einfach und generell gehaltenen *Fiduciary Out*-Klauseln zu detaillierten und komplexen Regelungen übergegangen sind.

2.1 Panalpina Welttransport (Holding) AG und Vifor Pharma AG

In Sachen Panalpina[7] wurde das *Fiduciary Out* in der Transaktionsvereinbarung an eine Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflichten des Verwaltungsrats oder an eine Verletzung anwendbarer rechtlicher Anforderungen geknüpft. So war es dem Verwaltungsrat von Panalpina lediglich gestattet, von seiner Exklusivitätsverpflichtung abzukommen, wenn *«bis zum fünften Börsentag vor Ablauf der Angebotsfrist ein höheres Angebot unterbreitet wird und der Verwaltungsrat von Panalpina in guten Treuen nach Rücksprache mit externen Beratern und seinem Finanzberater feststellt, dass das Versäumnis, eine derartige Massnahme zu ergreifen, seine Sorgfalts- und Treuepflichten gemäss Art. 717 OR oder anwendbare*

rechtliche Anforderungen verletzten würde». Eine praktisch identische Formulierung findet sich in der Transaktionsvereinbarung zwischen CSL Behring und Vifor Pharma AG (Vifor). Auf die Einschränkung, wonach der Verwaltungsrat nach Ablauf des fünften Börsentages vor Ablauf der Angebotsfrist auf ein Drittangebot *per se* nicht mehr eintreten darf, wurde in Sachen Vifor allerdings verzichtet.[8]

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

2.2 Bank Linth LLB AG

Auch in Sachen Bank Linth LLB AG (Bank Linth) wurde das *Fiduciary Out* mit den Sorgfaltspflichten des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 OR verknüpft. Dem

Verwaltungsrat der Bank Linth war es erlaubt, mit einer Drittpartei Gespräche zu führen, wenn er das Drittangebot *«unter Berücksichtigung aller relevanten Umstände (insbesondere unter Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeit des Zustandekommens und des Vollzugs) in Übereinstimmung mit seinen gesetzlichen Pflichten nach Art. 717 OR als für die BLL, unter angemessener Berücksichtigung der Interessen der BLL Aktionäre und der weiteren Stakeholder, im Vergleich mit dem Angebot aus strategischer und finanzieller Sicht als wesentlich besser beurteilt».*[9] Anders als in Sachen Panalpina und Vifor war für die Aufnahme von Gesprächen mit einem Drittanbieter nicht mehr gefordert, dass dem Verwaltungsrat bei Unterlassen eine Pflichtverletzung gemäss Art. 717 OR droht, und die Gesprächsaufnahme mit einem potenziellen Drittanbieter war bereits erlaubt, wenn der Verwaltungsrat (unter Berücksichtigung seiner Pflichten gemäss Art. 717 OR) das Drittangebot als strategisch und finanziell wesentlich besser beurteilte.

2.3 GAM Holding AG

Soweit ersichtlich wurde zum ersten Mal die Verknüpfung des *Fiduciary Out* mit Art. 717 OR in Sachen GAM Holding AG (GAM Holding) aufgegeben. Unter der Transaktionsvereinbarung zwischen Liontrust Asset Management plc und GAM Holding war es dem GAM-Verwaltungsrat gestattet, an Gesprächen oder Verhandlungen mit einer Drittpartei teilzunehmen, wenn er den Transaktionsvorschlag des potenziellen Drittanbieters für die GAM-Aktionäre *«als wahrscheinlich vorteilhafter ansieht».*[10]

2.4 Von Roll Holding AG

Wesentlich detaillierter als in Sachen GAM Holding wurde das *Fiduciary Out* in der Transaktionsvereinbarung zwischen ELANTAS GmbH und Von Roll Holding AG (Von Roll) umschrieben. Die entsprechende Klausel sah vor, dass der Von Roll-Verwaltungsrat einem Dritten Informationen zur Verfügung stellen bzw. mit einem Dritten Gespräche aufnehmen darf, wenn *«der Verwaltungsrat in guten Treuen annimmt, dass der Dritte in der Lage ist, die vorgeschlagene Konkurrierende Transaktion innert angemessener Frist durchzuführen und zu*

finanzieren, sowie dass die Konkurrierende Transaktion vernünftigerweise zu einem besseren Übernahmeangebot führen könnte, im besten Interesse aller Aktionäre der Gesellschaft sowie im besseren Interesse der Gesellschaft ist, als das Angebot und eine Unterlassung eine Verletzung der Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrats wäre».[11] Anders als in Sachen GAM Holding wurde wieder auf die Sorgfaltspflichtverletzung des GAM Holding-Verwaltungsrats abgestellt.

2.5 Crealogix Holding AG

Dem Verwaltungsrat von Crealogix Holding AG (Crealogix) war es erlaubt, mit Dritten Informationen zu teilen bzw. Gespräche zu führen, wenn *«the Board has properly determined that (1) the proposal for such Restricted Transaction is a Superior Company Proposal (2) the Person who has made such proposal is reasonably capable of making, financing and consummating the transaction proposed in such Superior Company Proposal, as expeditiously as reasonably possible, and (3) the Target Board's failure to take such Restricted Implementing Actions in relation to such Superior Company Offer would violate Legal Requirements».*[12] Anders als beispielsweise bei GAM Holding und Von Roll war der Crealogix-Verwaltungsrat somit nur berechtigt, gewisse Handlungen im Zusammenhang mit allfälligen Drittangeboten vorzunehmen, wenn er entschieden hatte, dass es sich beim Drittangebot um ein besseres Angebot handelte und die Unterlassung von Handlungen seitens des Verwaltungsrats Rechtsbestimmungen verletzt hätte.

2.6 Aluflexpack AG

In Sachen Aluflexpack AG (Aluflexpack) war es dem Verwaltungsrat schliesslich gestattet, einen potentiellen Konkurrenzanbieter mit Informationen zu versorgen bzw. mit diesem in Verhandlungen zu treten, sofern ein Drittangebot vorgelegt wird, welches der Aluflexpack-Verwaltungsrat *«nach Rücksprache mit externen Rechtsberatern und seinem Finanzberater nach seinem pflichtgemässen Ermessen nach Treu und Glauben*

gesamthaft gesehen, unter Berücksichtigung aller relevanten Aspekte für die Aktionäre als günstiger erachtet».[13]

3. Praxis der UEK zur Zulässigkeit von *No Talk*- und *Fiduciary Out*-Klauseln

Obwohl das Vorliegen von *No Talk*-Verpflichtungen und *Fiduciary Outs* auch in vor 2019 ergangenen Verfügungen der UEK erwähnt wurde,[14] nahm die UEK soweit ersichtlich erstmals in Sachen Panalpina zur Zulässigkeit solcher Klauseln detailliert Stellung.

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

3.1 Aktuelle oder drohende Verletzung von Art. 717 OR oder anderen Rechtsnormen ist keine zulässige Einschränkung des *Fiduciary Out*

In der Verfügung in Sachen Panalpina hielt die UEK zunächst fest, dass die Zielgesellschaft gemäss Art. 49 UEV alle Anbieter gleich behandeln muss und dass die Aktionäre in Bezug auf konkurrierende Angebote gemäss Art. 133 Abs. 1 FinfraG über Wahlfreiheit verfügen müssen. Weiter wurde festgehalten, dass die Verpflichtung des Verwaltungsrats, ein Angebot zu empfehlen, nur so lange verbindlich ist, als kein konkurrierendes Angebot eine Neubeurteilung erfordert. In Bezug auf den Beurteilungsmassstab von konkurrierenden Angeboten hielt die UEK fest, dass der Verwaltungsrat angehalten ist, seine Pflichten gleichmässig zu wahren und seine Wertungs- und Bewertungsmassstäbe einheitlich anzuwenden.

Vor diesem Hintergrund entschied die UEK, dass die in der Transaktionsvereinbarung enthaltene *Fiduciary Out*-Klausel unzulässig ist. Dies wurde damit begründet, dass (i) eine Neubeurteilung auch dann erfolgen müsse, wenn ein Konkurrenzangebot weniger als fünf Börsentage vor dem Ende der Angebotsfrist unterbreitet wird, (ii) eine Neubeurteilung im Ermessen des Verwaltungsrats bleiben muss und (iii) eine Verknüpfung an die Voraussetzung einer andernfalls drohenden Verletzung von Art. 717 OR dieses Ermessen in unzulässiger Weise einschränkt.[15]

Diese Praxis hat die UEK in weiteren Verfügungen bestätigt[16] und in ihrer Verfügung in Sachen Crealogix präzisiert[17]. In letzterer hielt die UEK fest, dass auch Klauseln, die vorsehen, dass der Verwaltungsrat nur von seiner Empfehlung abweichen darf, wenn er ansonsten rechtliche Bestimmungen verletzen würde, eine unzulässige Einschränkung des Ermessens des Verwaltungsrats darstellen und daher unzulässig sind.[18]

3.2 Vorliegen eines vertraglich vereinbarten «besseren» Angebots ist keine zulässige Einschränkung des *Fiduciary Out*

Die UEK nahm erstmals in der Verfügung in Sachen Bank Linth Stellung zur Frage, ob es den Parteien freisteht, in der Transaktionsvereinbarung zu vereinbaren, wann ein Konkurrenzangebot als «besser» zu beurteilen ist und dass es dem Verwaltungsrat nur bei Unterbreitung eines solchen besseren Angebots gestattet ist, mit dem potenziellen Drittanbieter Gespräche aufzunehmen bzw. Informationen zu teilen.

Die UEK kam in besagter Verfügung zum Schluss, dass es im freien Ermessen des Verwaltungsrats bleiben muss, zu entscheiden, wann ein Drittangebot als besser einzustufen ist. Ferner müsse der Grundsatz der Gleichbehandlung der verschiedenen Anbieter gewahrt werden. Das Ermessen des Verwaltungsrats darf gemäss UEK nicht durch eine vertragliche Definition des besseren Angebots eingeschränkt werden.[19]

Diese Praxis hat die UEK in den seither ergangenen Verfügungen bestätigt und weiter präzisiert. Insbesondere hat die UEK eine Klausel, die besagt, dass von einem besseren Angebot

auszugehen ist, sobald das Angebot für die Aktionäre «wahrscheinlich vorteilhafter» ist, als übermässige Einschränkung des Ermessens qualifiziert. Dies, weil der Verwaltungsrat

SZW-RSDA 5/2024 | S. 562-570 **566**

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

nicht nur die Interessen der Aktionäre, sondern auch diejenigen der anderen Stakeholder in seiner Beurteilung berücksichtigen müsse.[20] In Sachen Von Roll hat die UEK auch eine Klausel, welche vorsah, dass ein Drittangebot im besten Interesse aller Aktionäre sein muss, als unzulässig qualifiziert. Diese Klausel würde es gemäss UEK dem Verwaltungsrat ermöglichen, keine Verhandlungen aufzunehmen, wenn er dies als nicht im besten Interesse auch nur eines einzigen Aktionärs betrachtet, und konkurrierende Anbieter nach eigenem Gutdünken unterschiedlich zu behandeln. Schliesslich hat die UEK in derselben Verfügung auch die Einschränkung, dass ein anderes Angebot im besseren Interesse der Gesellschaft sein muss, als unzulässig beurteilt. Eine solche Einschränkung sei eine Potestativbedingung zu Gunsten von Von Roll und verhindere ein Bieterverfahren bereits im Ansatz. Dies schade dem Markt für Unternehmenskontrollen.[21]

4. Würdigung und Ausblick

Die gemachten Ausführungen zeigen, dass sich die Praxis der UEK in Bezug auf *No Talk*-Verpflichtungen und *Fiduciary Out*-Klauseln in den letzten Jahren deutlich verschärft hat und dabei das Interesse des Markts an Bieterverfahren höher gewichtet wird als die Transaktionssicherheit. Obwohl diese Verschärfungen aus Sicht der Zielgesellschaft vorteilhaft sind, beeinträchtigen sie die Transaktionssicherheit und die Interessen der Anbieterin und möglicherweise auch der Gesellschaft und deren Stakeholder. Problematisch ist dabei unseres Erachtens nicht der Umstand, dass bei der Ermessensausübung die Interessen von allen Stakeholdern (Gesellschaft, Aktionäre, Mitarbeiter usw.) angemessen berücksichtigt werden müssen. Dies hat ein umsichtiger und verantwortungsbewusster Verwaltungsrat ohnehin zu tun. Vielmehr ist problematisch, dass die Parteien sich nicht mehr vertraglich darauf einigen können, welche potenziellen Drittangebote vom Verwaltungsrat weiterverfolgt werden dürfen. Anerkennt man hingegen, dass dem Verwaltungsrat in seiner Beurteilung ein möglichst weiter Ermessensspielraum eingeräumt werden sollte, wäre es konsequent, dass *Fiduciary Out*-Klauseln, welche die Aufnahme von Gesprächen mit Dritten nur zulassen, wenn ansonsten eine Verletzung von Art. 717 OR droht, generell als unzulässige Ermessenseinschränkung qualifiziert würden.

Es stellt sich somit die Frage, ob das Verhandeln von *No Talk*-Klauseln und *Fiduciary Outs* nun der Vergangenheit angehört. Unseres Erachtens sollte es weiterhin zulässig sein, dass sich die Parteien darauf einigen, welche Drittangebote vom Verwaltungsrat weiterverfolgt werden dürfen, sofern die entsprechenden Parameter objektiv umschrieben und die Interessen aller Stakeholder angemessen berücksichtigt werden. Bei seiner Beurteilung sollte der Verwaltungsrat zudem auch die Einschätzung unabhängiger Berater berücksichtigen. Die Verhandlung einer *Fiduciary Out*-Klausel ist unseres Erachtens letztlich nichts anderes als eine

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

Vorverlagerung der Ermessensausübung, da sich der Verwaltungsrat bereits bei der Verhandlung der Klausel die Frage stellen muss, unter welchen Umständen er bereit bzw. vor dem Hintergrund seiner Sorgfalts- und Treuepflichten verpflichtet ist, mit einem Drittanbieter in Verhandlungen zu treten. Zudem kann eine solche Klausel auch im Interesse der Stakeholder und potenzieller Konkurrenzanbietern sein, da sie Vorhersehbarkeit schafft und unnötige Investitionen (seitens eines möglichen Drittanbieters) verhindert. Ferner ist zu beachten, dass das Schweizer Recht eben gerade keine Auktionspflicht vorsieht, was unseres Erachtens ebenfalls für die Zulässigkeit einer objektiv definierten *No Talk*- und *Fiduciary Out*-Bestimmung spricht.

Es bleibt abzuwarten, wie sich die Praxis weiterentwickelt und ob die Parteien trotz des Risikos, dass die UEK die Klausel für ungültig erklärt (was klarerweise nicht im Interesse der Parteien ist, da dadurch für den Fall eines potenziellen Drittangebots Unsicherheit geschaffen wird), weiterhin an *No Talk*-Klauseln und *Fiduciary Outs* festhalten.

III. Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen

1. Umgang mit Mitarbeiteraktien und -optionen

Kotierte Gesellschaften teilen ihren Mitarbeitern regelmässig gesperrte Mitarbeiteraktien, -optionen oder andere mit Beteiligungsrechten der Zielgesellschaft unterlegten Instrumente zu. Im Zusammenhang mit öffentlichen Kaufangeboten und namentlich aus Sicht des Anbieters stellt sich daher regelmässig die Frage,

wie mit den zugeteilten Rechten und Anwartschaften umzugehen ist. Aus Sicht des Anbieters sind insbesondere Instrumente problematisch, welche erst nach Ablauf der Nachfrist ausgeübt oder verkauft werden können. Solche ausstehenden Instrumente können dazu führen, dass der Anbieter die Schwelle für eine Kraftloserklärungsklage (Art. 137 FinfraG) nicht erreicht oder dass Mitarbeiter nach Durchführung des Kraftloserklärungsverfahrens oder einer Barabfindungsfusion (Art. 23 Abs. 2 FusG) weiterhin Rechte auf Beteiligungspapiere haben. Die Interessen der Zielgesellschaft sind weitestgehend deckungsgleich mit den Interessen des Anbieters. Auch die Zielgesellschaft hat kein Interesse daran, dass Mitarbeiter nach Vollzug des Angebots noch Rechte auf Beteiligungsrechte haben. Aus Sicht der Zielgesellschaft ist allerdings zentral, dass allfällige Plananpassungen erst per Beginn der Nachfrist umgesetzt werden. Ansonsten sieht sich die Zielgesellschaft im Falle eines gescheiterten Angebots mit der Situation konfrontiert, über keinerlei Incentivierungsprogramme mehr zu verfügen, was letztlich das Risiko von Abgängen von Schlüsselmitarbeitern erhöht. Die betroffenen Mitarbeiter können sich in einer schwierigen Situation befinden, wenn die Aktien- und Optionspläne keine angemessene Regelung für den Fall eines öffentlichen Kaufangebots enthalten. Dies betrifft insbesondere noch nicht ausübbare Optionen oder gesperrte Aktien

oder wenn der Angebotspreis unter dem Ausübungspreis gemäss Optionsplan liegt und die Optionen somit *out of the money* sind.

Nicht alle Mitarbeiterbeteiligungspläne enthalten eine Regelung für den Fall eines öffentlichen Kaufangebots. Oftmals enthalten Pläne lediglich eine generelle Anpassungskompetenz des Verwaltungsrats. Diejenigen Pläne, welche den Fall des öffentlichen Kaufangebots regeln, sehen beispielsweise vor, dass die Ausübungs- und Sperrfristen im Falle eines Kaufangebots automatisch beschleunigt werden *(accelerated vesting),* sodass die Optionen bzw. die Aktien frühzeitig ausgeübt bzw. veräussert werden können. Zudem können Optionspläne eine Barerfüllung des Anspruchs des Optionsberechtigten *(Cash Settlement)* oder einen Austausch der Mitarbeiteroptionen der Zielgesellschaft durch entsprechende Mitarbeiteroptionen des Anbieters *(roll-over)* vorsehen. Auch vorgesehen werden kann, dass den Inhabern von entgeltlich erworbenen Optionen ein Rückverkaufsrecht eingeräumt wird mit dem Zweck, dass die Optionsinhaber im Falle eines öffentlichen Kaufangebots, das preislich unter dem Ausübungspreis der Optionen liegt, zumindest keinen Verlust erleiden.

Je nach Ausgestaltung der Mitarbeiterbeteiligungspläne der Zielgesellschaft stehen dem Anbieter und der Zielgesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots verschiedene Möglichkeiten offen. Am meisten Spielraum kommt dem Anbieter und der Zielgesellschaft bei Plänen zu, welche keine Regelung für den Fall des öffentlichen Kaufangebots vorsehen. Sofern die Pläne bereits Regelungen enthalten, besteht eine Möglichkeit, bezüglich zugeteilter Mitarbeiteraktien und -optionen nichts vorzukehren, womit die Planregelungen zur Anwendung kommen.[22] Eine andere Möglichkeit ist, dass die Zielgesellschaft die Mitarbeiterbeteiligungspläne im Hinblick auf das konkrete Kaufangebot ändert, z.B. indem sie eine Beschleunigung der Ausübungs- und Sperrfristen, ein *Cash Settlement* oder einen *Roll-over* in Optionen oder Aktien des Anbieters vorsieht.

Solche Anpassungen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen einer Zielgesellschaft im Zusammenhang mit einem konkreten öffentlichen Kaufangebot sind unter dem Übernahmerecht grundsätzlich zulässig.[23] Wenn die Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache mit

dem Anbieter handelt, was sie regelmässig ab dem Zeitpunkt tut, in dem die Zielgesellschaft mit dem Anbieter eine Transaktionsvereinbarung[24] unterzeichnet, werden die im Hinblick auf das Kaufangebot durch die Zielgesellschaft vorgenommenen Änderungen an Mitarbeiterbeteiligungsplänen allerdings dem Anbieter zugerechnet. Die Änderungen und die davon betroffenen Aktien und Optionen gelten deshalb als materiell vom Angebot mitumfasst, weshalb der Gleichbehandlungsgrundsatz und insbesondere die *Best Price Rule* auch auf diese Aktien und Optionen bzw. Anpassungen zur Anwendung kommen.[25]

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

2. Praxis der UEK zu Anpassungen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen

2.1 Praxis der UEK bis Mai 2023

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

Die Praxis der UEK zu Anpassungen von Mitarbeiterplänen ist reichhaltig und einzelfallbezogen.[26] Einen relativ guten Überblick zur Praxis geben die im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot von (i) UPC Schweiz GmbH für sämtliche Aktien der Sunrise Communications Group AG, (ii) CSL Limited für sämtliche Aktien der Vifor Pharma AG und (iii) Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. de C.V. für sämtliche Aktien der Valora Holding AG ergangenen Verfügungen der UEK.[27] In den genannten Verfügungen hielt die UEK bezüglich der geplanten Anpassungen der Mitarbeiterbeteiligungspläne der Zielgesellschaft insbesondere Folgendes fest:[28]

– *Sowohl die Beschleunigung als auch die Aufhebung von Sperrfristen ist zulässig:* Die geplante Beschleunigung bzw. Aufhebung von Sperrfristen für unter den verschiedenen Aktienplänen zugeteilte Aktien fällt nicht in den Anwendungsbereich der *Best Price Rule,* weil es am Erwerbstatbestand fehlt. Dies gilt gemäss UEK insbesondere auch für die direkte Andienung der entsperrten Aktien während der Nachfrist, denn damit werden die entsprechenden Mitarbeiter bzw. Verwaltungsratsmitglieder gleich behandelt wie die anderen Angebotsempfänger, welche das Angebot annehmen.[29]
– *Die Beschleunigung von Vesting-Perioden ist zulässig:* Für die Beschleunigung von *Vesting*-Perioden für *Share Awards* gilt dasselbe wie für die Aufhebung von Sperrfristen bei gesperrten Aktien, d.h., dass die vorgesehene Beschleunigung der *Vesting*-Perioden mit Bezug auf *Share Awards* den Gleichbehandlungsgrundsatz und die *Best Price Rule* nicht verletzen.[30] Das gilt auch für die Umwandlung des Anspruchs der Planteilnehmer auf Aktienlieferung in einen Anspruch auf Barauszahlung zum Angebotspreis am Vollzugstag des Angebots; eine solche Umwandlung verletzt weder das Gleichbehandlungsgebot noch die *Best Price Rule.*
– *Extrapolation auf den ordentlichen Ablauf der Vesting-Perioden ist zulässig:* Es ist übernahmerechtlich zulässig, dass der Verwaltungsrat die Anzahl Aktien, die pro *Performance Share Unit* am beschleunigten *Vesting*-Datum zu liefern sind, gestützt auf die tatsächliche Performance bezüglich EBITDA bzw. *Equity Free Cash Flow* auf den ordentlichen Ablauf der jeweiligen *Vesting*-Perioden linear extrapoliert und ermittelt. Die UEK erachtete dieses Vorgehen als zulässig, obwohl dies in Sachen Sunrise Communications Group AG dazu führte, dass pro *Performance Share Unit* die im entsprechenden Plan vorgesehene maximale Anzahl

Aktien zu liefern war (und nicht nur der *Base Case*).[31]

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

- *Befreiungen in Bezug auf Pflichtaktien sind zulässig:* Die Befreiung der Geschäftsleitungsmitglieder von ihrer Pflicht, während ihres Anstellungsverhältnisses eine gewisse Mindestanzahl Aktien der Zielgesellschaft zu halten, steht im Einklang mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz und der *Best Price Rule.* Durch die Befreiung von dieser Pflicht soll den Geschäftsleitungsmitgliedern lediglich ermöglicht werden, ihre Aktien während der Nachfrist in das öffentliche Angebot anzudienen.
- *Barabgeltung von Ansprüchen zum Angebotspreis ist zulässig:* Die beabsichtigte Barabgeltung der Ansprüche auf Aktien der Zielgesellschaft verletzt die *Best Price Rule* nicht, da sie zum Angebotspreis erfolgt. Auch die zusätzliche Abgeltung entgangener Dividenden verletzt die *Best Price Rule* nicht, sofern dies im relevanten *Equity Plan* – unabhängig vom öffentlichen Kaufangebot – bereits so vorgesehen ist bzw. die finanzielle Gleichstellung der berechtigten Personen mit den Angebotsempfängern des öffentlichen Kaufangebots erreicht werden soll.
- *Die Abgeltung von Cash Awards fällt nicht in den Anwendungsbereich der Best Price Rule:* Kein Erwerb eines Rechts auf Lieferung von Aktien liegt vor, wenn *Cash Awards* als Folge eines Übernahmeangebots oder eines Kontrollwechsels vorzeitig abgegolten werden. Vielmehr handelt es sich dabei bloss um die Abgeltung eines Anspruches auf eine Barzahlung; ein solcher Vorgang untersteht nicht der *Best Price Rule,* zumal es an einem relevanten Erwerb von Zielgesellschaftsaktien fehlt.[32]

2.2 Newsletter der UEK als Praxisänderung?

Im Mai 2023 hielt die UEK in einem Newsletter fest, dass ihre Praxis, dass Nebenleistungen im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot in einem ersten Schritt durch den Anbieter zu bewerten sind und in einem zweiten Schritt die Prüfstelle die Angemessenheit dieser Bewertung zu überprüfen und eine positive Bestätigung betreffend Einhaltung der *Best Price Rule* abzugeben hat, analog anzuwenden sei auf Leistungen aus Mitarbeiterbeteiligungsplänen der Zielgesellschaft, die im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot angepasst werden. Als Anpassung gilt gemäss Newsletter namentlich auch ein durch einen Kontrollwechsel ausgelöstes oder beschleunigtes *Vesting.*[33]

Nach dessen Publikation war anfangs unklar, welche Bedeutung der Newsletter für die bisherige Praxis der UEK zu Anpassungen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen hat. Wie die UEK in diversen seither ergangenen Verfügungen festgehalten hat, wollte sie mit ihrem Newsletter keine Abkehr von ihrer bisherigen Praxis einläuten. Vielmehr ging es darum, in Erinnerung zu rufen, wie mit Blick auf die Bewertung von Nebenleistungen korrekt vorzugehen ist und dass *Best Price Rule*-relevante Leistungen auch in Mitarbeiterbeteiligungsplänen bzw. deren Anpassungen enthalten sein können.[34] Ungeachtet dessen haben sich in der Praxis diverse Fragen gestellt, z.B., welche Partei die Bewertungshandlungen vornehmen muss, wann und welche Plananpassungen bewertet werden müssen und was die Prüfstelle konkret zu bestätigen hat und in welcher Form sie die Bestätigung abzugeben hat. Die Verfügungen der UEK seit Publikation des Newsletters haben weitgehend Klarheit geschaffen.

Im Zusammenhang mit mehreren, seit Publikation des Newsletters ergangenen Verfügungen hat die UEK namentlich die Praxis zur Entsperrung von Aktien, zur Barabgeltung von Ansprüchen und zu Befreiungen von Pflichtaktien bestätigt. Sie bestätigte zudem, dass keine Bewertung der Anpassung notwendig sei.[35] Im Weiteren hielt die UEK im Zusammenhang mit diversen beabsichtigten Plananpassungen insbesondere Folgendes fest[36]:

– Für die Ermittlung der Erfüllung der Zielvorgaben und die Auszahlungen unter dem *Short-Term In-*

SZW-RSDA 5/2024 | S. 562-570 **570**

centive Plan (STIP) ist es übernahmerechtlich zulässig, den Effekt des Übernahmeangebots, d.h. z.B. die damit zusammenhängenden Transaktionskosten, herauszurechnen, da es sich dabei um ein externes Ereignis handelt, welches nichts mit der operativen Performance der Zielgesellschaft zu tun hat. Demzufolge fällt dieses Vorgehen mangels eines Erwerbs von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft nicht in den Anwendungsbereich der *Best Price Rule,* und es braucht auch hier keine Bewertung.
– Dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft für das erste Quartal des neuen Geschäftsjahrs unter dem STIP keine Individualzielwerte mehr definiert und diese vielmehr auf 100% festlegt, ist dem Umstand geschuldet, dass ein einziges Quartal eine zu kurze Zeitperiode darstellt, um sinnvoll beurteilen zu können, ob die Individualziele erreicht werden. Das Entgelt, welches für diesen Fall der Zielerreichung geschuldet wird, stellt eine Abgeltung für erbrachte Leistungen dar und ist nicht eine Zusatzzahlung für allfällige zu erwerbende Aktien. Die geplanten Handlungen fallen mangels eines Erwerbs von Beteiligungspapieren nicht in den Anwendungsbereich der *Best Price Rule,* und es braucht keine Bewertung.
– Die Zuteilung einer Aktie der Zielgesellschaft pro *Performance Share* entspricht dem Gleichbehandlungsgrundsatz und der *Best Price Rule.* Es ist keine Bewertung notwendig, da die Zuteilung *at target* festgelegt wird und die Planteilnehmer somit so viele Aktien erhalten, wie wenn sie die im Plan vorgesehenen Ziele erreicht, aber nicht über- oder unterschritten hätten.

3. Fazit und Würdigung

Trotz gewisser anfänglicher Unsicherheiten bezüglich Tragweite und allfälliger Konsequenzen bei Anpassungen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots hat sich seit Publikation des Newsletters der UEK im Mai 2023 herausgestellt, dass es zu keinen wesentlichen Veränderungen der Praxis im Zusammenhang mit der Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen und deren Prüfung durch die Prüfstelle und die UEK gekommen ist.

Wie oben dargestellt, hat sich namentlich in Bezug auf Anpassungen, welche nicht unter die *Best Price Rule* fallen, eine klare Praxis entwickelt:

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

– die Aufhebung und Beschleunigung von Sperr- und Ausübungsfristen von gesperrten Aktien oder Optionen (sowie auch Anwartschaften auf Aktien sowie *Phantom Shares*), dies insbesondere dann, wenn Aufhebung oder Beschleunigung nicht an die Andienung im Angebot geknüpft ist,
– die Umwandlung eines Anspruchs auf Aktienlieferung in einen Anspruch auf Barzahlung zum Angebotspreis,
– die Berechnung eines Bargeldanspruchs unter einem (Bargeld-basierten) STIP, insbesondere wenn dieser Anspruch so berechnet wird, wie wenn die betroffenen Mitarbeiter ihre Ziele erreicht, nicht aber über- oder unterschritten haben,
– die Aufhebung der Pflicht der Geschäftsleitung, während ihrer Anstellung Zielgesellschaftsaktien zu halten.

Diese Klarstellungen durch die UEK sind zu begrüssen, denn sie schaffen Rechtssicherheit und Planbarkeit in der Beratung von Parteien bei der Vorbereitung und Durchführung eines öffentlichen Übernahmeangebots. Sofern es um Plananpassungen geht, die über die oben beschriebenen hinausgehen, lohnt sich eine frühzeitige detaillierte Analyse und der Einbezug sowohl der Prüfstelle als auch der UEK.

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

---

* *Tino Gaberthüel* ist ein Rechtsanwälte in Zürich. Er *dankt Lukas Held* für die Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrags.
** *Simone Ehrsam* ist ein Rechtsanwälte in Zürich. Sie *dankt Lukas Held* für die Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrags.

1 *Gericke Dieter/Wiedmer Karin,* Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2020, Art. 36 N 93 ff.
2 *Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino,* Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich 2020, N 215; *Jentsch Valentin,* Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, Diss. Zürich 2015, 198 ff.
3 *Schnydrig Andrin/Vischer Markus,* Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 1192 ff., 1200.
4 *Gericke/Wiedmer* (Fn. 1), Art. 39 N 95.
5 *Gericke Dieter,* Das «Fiduciary Out» bei öffentlichen und privaten M&A-Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisition XXI, Zürich 2019, 43 ff., 44; *Schnydrig/Vischer* (Fn. 3), 1294.
6 *Gericke* (Fn. 5), 49 f.
7 UEK-Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen Panalpina Welttransport (Holding) AG, Sachverhalt lit. G.
8 UEK-Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen Vifor Pharma AG, E. 7.
9 UEK-Verfügung 805/02 vom 24. Februar 2022 in Sachen Bank Linth LLB AG, E. 10.
10 UEK-Verfügung 844/03 vom 12. Juni 2023 in Sachen GAM Holding AG, E. 7.
11 UEK-Verfügung 843/02 vom 7. September 2023 in Sachen Von Roll Holding AG, E. 8.
12 UEK-Verfügung 856/02 vom 29. November 2023 in Sachen Crealogix Holding AG, E. 10.
13 UEK-Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen Aluflexpack AG, E. 7.
14 Siehe bspw. UEK-Verfügung 623/01 vom 25. Februar 2016 in Sachen Kuoni Reisen Holding AG, Sachverhalt lit. I; Angebotsprospekt der Pharma Strategy Partners in Sachen Acino Holding AG, 14; Angebotsprospekt der LAM Research Corporation in Sachen SEZ Holding AG, Kap. E. Ziff. 4.
15 UEK-Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen Panalpina Welttransport (Holding) AG, E. 7.
16 Vgl. UEK-Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen Vifor Pharma AG, E. 7 und UEK-Verfügung 843/02 vom 7. September 2023 in Sachen Von Roll Holding AG, E. 8.
17 UEK-Verfügung 856/02 vom 29. November 2023 in Sachen Crealogix Holding AG.
18 UEK-Verfügung 856/02 vom 29. November 2023 in Sachen Crealogix Holding AG, E. 10.

19 UEK-Verfügung 805/02 vom 24. Februar 2022 in Sachen Bank Linth LLB AG, E. 10.

20 UEK-Verfügung 844/03 vom 12. Juni 2023 in Sachen GAM Holding AG, E. 7.

21 UEK-Verfügung 843/02 vom 7. September 2023 in Sachen Von Roll Holding AG, E. 8.

22 Z.B. ein *Accelerated Vesting* von gesperrten Aktien oder Optionen, Umwandlung eines Anspruchs auf physische Titellieferung in einen Barausgleich *(Cash Settlement).* Die *Best Price Rule* ist auf solche Anwartschaften oder Ansprüche nicht anwendbar. Dies gilt auch dann, wenn die Gesellschaft mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelt, vorausgesetzt der Plan wurde von der Zielgesellschaft nicht im Hinblick auf das fragliche öffentliche Kaufangebot geändert oder ergänzt (vgl. *Tschäni/Diem/Gaberthüel* [Fn. 2], N 725 m.w.H.).

23 Auf arbeitsrechtliche Aspekte im Zusammenhang mit Plananpassungen durch die Zielgesellschaft wird vorliegend nicht eingegangen. Festzuhalten ist lediglich, dass solche Plananpassungen, soweit sie für die betroffenen Mitarbeiter vorteilhaft sind, was auf *ein Accelerated Vesting, Cash Settlement* oder einen *Roll-over* regelmässig zutreffen wird, einseitig durch die Zielgesellschaft umgesetzt werden können (vgl. *Tschäni/Diem/Gaberthüel* [Fn. 2], N 394 ff.). Ein *Accelerated Vesting, Cash Settlement* oder der Rückverkauf von Optionen zum bezahlten Preis unter Ersatz zusätzlich erlittener Kosten und entgangenem Ertrag wird auch unter den Bestimmungen gemäss Art. 735*c* Ziff. 6 OR nicht als unzulässige Provisionen für Übernahmen qualifiziert und somit als zulässig betrachtet. Die einseitige Beschleunigung von Ausübungs- und Sperrfristen ist auch mit der aktienrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht des Verwaltungsrats vereinbar, sofern u.a. sichergestellt ist, dass die Aktien und Optionen nur dann vorzeitig verkauft bzw. ausgeübt werden können, dass das Kaufangebot zustande gekommen ist und alle Bedingungen erfüllt worden sind.

24 In der Transaktionsvereinbarung legen die Zielgesellschaft und der Anbieter u.a. die vereinbarten Anpassungen der Mitarbeiterbeteiligungspläne der Zielgesellschaft fest.

25 UEK-Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen Aluflexpack AG, N 65; UEK-Verfügung 856/02 vom 29. November 2023 in Sachen Crealogix Holding AG, N 84; UEK-Verfügung 849/04 vom 6. November 2023 in Sachen Schaffner Holding AG, N 6.

26 Für eine Zusammenfassung der relevanten Praxis siehe *Tschäni/Diem/Gaberthüel* (Fn. 2), N 388 ff., insbesondere N 393 ff.

27 UEK-Verfügung 770/01 vom 26. August 2020 in Sachen Sunrise Communications Group AG.

28 UEK-Verfügung 770/01 vom 26. August 2020 in Sachen Sunrise Communications Group AG, N 30 ff.

29 UEK-Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen Vifor Pharma AG, N 35 f.

30 Daran ändert gemäss UEK auch der Umstand nichts, dass die Anwartschaften vollständig gewandelt und nicht *pro rata temporis* gekürzt werden. In Sachen Sunrise Communications Group AG war denn auch in den Plänen eine Kürzung *pro rata temporis* nur für den Fall vorgesehen, dass das Arbeitsverhältnis eines Planteilnehmers vor Ablauf der *Vesting*-Periode endet, nicht aber für den Fall eines Kontrollwechsels.

31 UEK-Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, N 37 ff.

32 UEK-Verfügung 823/01 vom 25. Juli 2022 in Sachen Valora Holding AG, N 30 ff.

33 Newsletter der UEK vom Mai 2023; abrufbar unter *www.takeover.ch/news*.

34 Vgl. z.B. Verfügung 849/04 vom 6. November 2023 in Sachen Schaffner Holding AG, N 8.

35 UEK-Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen Aluflexpack AG, N 62 ff.; UEK-Verfügung 856/02 vom 29. November 2023 in Sachen Crealogix Holding AG, N 81 ff.; UEK-Verfügung 849/02 vom 6. November 2023 in Sachen Schaffner Holding AG, N 9 ff.

36 UEK-Verfügung 849/04 vom 6. November 2023 in Sachen Schaffner Holding AG, N 9 ff; vgl. auch UEK-Verfügung 856/02 vom 29. November 2023 in Sachen Crealogix Holding AG, N 86 ff.

Lizenziert für larissa.baumann@lenzstaehelin.com am 31.10.2024 um 15:35:40

Schulthess Juristische Medien AG