

ENDFASSUNG VOM 04. SEPTEMBER 1995

Keine unfreundlichen Unternehmensübernahmen in der Schweiz -Der Kampf um Holvis-

Von Dr. Manuela M. Heiss* und Dr. Winfried Weigel**

I. Vereitelung der unfreundlichen Holvis-Uebernahme

Am 28. April 1995 gab die US-amerikanische Gesellschaft International Paper ("IP") ein öffentliches Kaufangebot an die Aktionäre der schweizerischen Gesellschaft Holvis ("Holvis") ab, sämtliche ausstehenden Aktien zu einem Preis von SFr 435,- pro Aktie zu übernehmen. Dies entsprach einer Prämie von 24,3% über dem letzten bezahlten Kurs vor Bekanntgabe des Angebots und einer Bewertung von rund SFr 385 Millionen. Der Verwaltungsrat der Holvis wandte sich öffentlich an ihre Aktionäre und forderte sie auf, das Angebot von IP nicht anzunehmen. Letztendlich konnte der Verwaltungsrat der Holvis den Uebernahmeversuch der IP, die ihr Angebot auf SFr 550,- erhöhen wollte, erfolgreich abwehren. Holvis wurde nachfolgend durch den vom Verwaltungsrat der Holvis gerufenen sogenannten "white knight", die englische BBA Group plc ("BBA"), übernommen, die einen Preis von SFr 500,- pro Aktie bot. Der Abwehrversuch mit Hilfe eines white knight wurde durch eine rechtlich umstrittene "lock-up" Vereinbarung erzielt, derzufolge sich Holvis für den Fall des Scheiterns des Uebernahmeangebots von BBA zur Uebertragung ihres strategischen Kerngeschäfts, der Fiberweb-Gruppe, an BBA verpflichtete. Den Aktionären wurde dadurch die Möglichkeit eines höheren Angebots durch IP vorenthalten und Ihnen blieb nur die Möglichkeit, das Angebot der BBA zu akzeptieren. BBA war, wie letztlich der unfreundliche Bieter IP, nur an Teilen der Holvis interessiert, und hat den anderen Teil direkt im Anschluss an die Uebernahme an Arjo-Wiggens-Appleton plc ("AWA") weiterverkauft.

Mit dem Uebernahmeversuch von Holvis durch IP hat sich zum ersten mal ein unfreundlicher Uebernahmekampf in der Schweiz zugetragen. Dies geschah zu einem Zeitpunkt, zu dem eine neue gesetzliche Uebernahmeregulierung für die Schweiz bereits verabschiedet war, die entsprechende Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates verbietet. Das neue Gesetz über den Börsen und Effektenhandel (Börsengesetz) tritt jedoch voraussichtlich erst zum 1. Juni

* Rechtsanwältin bei McGuire Woods Battle & Boothe, Zürich.

** Stellvertretender Direktor Schweizerische Bankgesellschaft, Zürich

1996 in Kraft. In der Zwischenzeit hat auch Deutschland einen Uebernahmekodex erhalten, der jedoch wie die bisher gültige schweizerische Regelung einem freiwilligen Wohlverhaltenskodex entspricht. Da öffentliche Kaufangebote und insbesondere unfreundliche Uebernahmeangebote im deutschsprachigen Raum noch immer selten sind, soll am Fall Holvis exemplarisch dargestellt werden, inwieweit durch die bestehenden und zukünftigen Regelungen in der Schweiz die berechtigten Interessen der Aktionäre im Rahmen von öffentlichen Uebertnahmen tatsächlich geschützt werden. Die Ergebnisse können entsprechend auf den neuen Uebertnahmekodex in Deutschland übertragen werden.

Zunächst werden die einzelnen Schritte und Massnahmen der Holvisübernahme aufgezeigt. Hieran schliesst sich die Analyse der Abwehrhandlungen durch den Holvis-Verwaltungsrat und eine Bewertung der behördlichen und gerichtlichen Entscheidungen im Lichte des Uebertnahmekodexes und des Aktienrechts an.

II. Wirtschaftliche Ausgangslage

1. Fehlgeschlagene strategische Neuausrichtung

Holvis steckte seit 1990 in einem radikalen Umstrukturierungsprozess, den das Management zwar initiiert aber nicht erfolgreich in den Griff bekommen hat. Seit seiner Gründung im Jahre 1863 als Papierproduzent tätig, verkaufte Holvis im April 1993 seine letzte Papierfabrik. Stattdessen wurde seit 1990 die Sparte Vliesstoffe zum Hauptgeschäft der Holvis, das durch zahlreiche Akquisitionen und Inbetriebnahme neuer Anlagen in den Vereinigten Staaten, Schweden und Italien aggressiv ausgebaut wurde (sogenannte Fiberweb-Gruppe). Vliesstoffe sind ein Vorprodukt für Hygieneprodukte wie z.B. Babywindeln und medizinische Produkte wie z.B. Verbandstoffe. Der aus dem traditionellen Papiergeschäft verbliebene Papierhandel ("Mühlebach") in der Schweiz wurde zum zweiten Standbein des Konzerns.

2. Unbefriedigende Aktienpreisentwicklung

Das Management bekannte sich öffentlich zur Maxime des "Shareholder Value". 1992 bereinigte Holvis als erste börsennotierte schweizerische Aktiengesellschaft ihre Aktienstruktur durch Einführung von Einheits-Namensaktien ohne Stimmrechts- und Eintragungsbeschränkungen. Darüber hinaus etablierte Holvis 1994 in ihrem Geschäftsbericht Uebertnahme-Richtlinien, denzufolge den Aktionären kein Uebertnahmeangebot zur Annahme empfohlen wird, dass nicht den Grundsätzen der Transparenz, Fairness und Gleichbehandlung entspricht. Weiterhin sei bei der Beurteilung eines Angebots auf die Interessen des Unternehmens und deren mittel- bis

langfristig angelegte Unternehmenspolitik abzustellen.¹ Wirtschaftlich blieb die neue strategische Ausrichtung des Unternehmens ein Misserfolg. Die Performance der Aktie und die Dividendenrendite verlief aus Sicht der Investoren seit 1990 höchst unbefriedigend. Spätestens seit 1994 suchte der Hauptinvestor, der britische institutionelle Anleger Mercury Asset Management (“MAM”), aktiv nach einer Ausstiegsmöglichkeit, da dem Management die Lösung der Probleme offensichtlich nicht mehr zugetraut wurde. 1991 lag der Höchstkurs für Holvis Aktien noch bei SFr 595,-- während die Aktie 1994 auf einen Tiefstkurs von SFr 302,-- absackte.

3. Unterbewertung im Vergleich zum potentiellen Ertragswert

Mit IP fand MAM einen strategischen Investor, der zum einen bereit war, einen Preis zu garantieren, der über dem Höchstkurs der vergangenen 12 Monate lag und seit 1993 nicht mehr nachhaltig übertroffen wurde, und zum anderen willens war, ein öffentliches Uebernahmeangebot an alle Aktionäre zu machen. MAM hatte dadurch die Möglichkeit, von einer späteren Erhöhung des Uebernahmeangebots von IP zu profitieren.

Aufgrund der schwachen Börsenbewertung galt Holvis als fundamental unterbewertetes Unternehmen, dass bei entsprechendem Management und im Verbund mit einem starken Partner einen wesentlich höheren Wert haben sollte. Die Tatsache, dass IP letztendlich bereit war, SFr 550,-- pro Aktie zu bieten, also SFr 200,-- über dem Kurs vor dem Angebot, zeigt, dass der innere Wert der Aktie deutlich über der Börsennotierung liegen musste. Pikant dabei ist, dass dem Holvis-Management die offensichtliche Unterbewertung der Aktie von Investmentbanken dargelegt wurde, und notwendige Abwehrmassnahmen inklusive der Suche nach einem starken strategischen Partner empfohlen wurde. Offensichtlich wurde dem Holvis Verwaltungsrat auch bereits im Herbst 1994 ein Angebot zwischen SFr 550 und SFr 600 pro Aktie vorgelegt, das dieser jedoch ablehnte.

III. Die Schritte der Uebernahme

1. Das “unfreundliche” IP-Angebot

Zunächst sicherte sich IP durch eine Kaufoption mit MAM die Möglichkeit, deren Paket von 24,5% der ausstehenden Aktien der Holvis zu übernehmen, vermutlich gegen die Verpflichtung, zum gleichen Preis ein Uebernahmeangebot an alle Aktionäre zu machen. Zusätzlich gab MAM die Absichtserklärung ab, weitere 6,1% der Aktien, die sie im Auftrag ihrer Anleger verwaltete, im Rahmen der Kaufofferte der IP anzudienen. Vermutlich hatte sich IP bereits vor Veröffentlichung des Angebots die Zusage weitere

¹Vgl. Geschäftsbericht Holvis 1994, S. 50/51.

institutionelle Anleger gesichert, ihre Aktien anzudienen, falls kein höheres Angebot erfolgt.

Das Angebot von IP galt für sämtliche Aktien und war im wesentlichen an die Bedingung geknüpft, dass IP insgesamt eine Mehrheit von mindestens 50,1% der Aktien erhält und nicht wesentliche Vermögenswerte der Holvis vor der Uebernahme entzogen würden.

Obwohl der gebotene Preis deutlich über den bezahlten Kursen der letzten 12 Monate vor dem Angebot lag, forderte der Holvis-Verwaltungsrat seine Aktionäre unmittelbar auf, das Angebot nicht zu akzeptieren, da der von IP offerierte Preis deutlich unter dem wahren, inneren Wert der Holvis läge. Die Annahme, dass der angebotene Preis den Wert der Holvis nicht widerspiegele, wurde ausdrücklich auch damit begründet, dass ein grosses Interesse am Erwerb der Holvis durch weitere potentielle Käufer angemeldet wurde, die nach der Bekanntgabe der Offerte an Holvis herangetreten seien. Der Verwaltungsrat rechne mit einem vorteilhafteren Angebot durch einen Dritten. Oberste Zielsetzung bei der Beurteilung sämtlicher Alternativen sei für den Verwaltungsrat das bestmögliche Angebot für die Aktionäre. Der Holvis-Verwaltungsrat räumte damit implizit ein, dass die Unabhängigkeit der Holvis nicht zu erhalten sei, und stellte das Unternehmen öffentlich zur Versteigerung.

2. Bündnis zwischen IP und AWA

Für Industrieexperten war klar, dass ausser IP kaum ein Unternehmen Interesse an der gesamten Holvis haben dürfte. IP war daher der logische Käufer, sollten die Geschäftsbereiche der Holvis nicht einzeln verkauft werden. Eine Zerschlagung hätte den möglichen Preis für Holvis sogar erhöhen können, da die zwei Geschäftsbereiche der Holvis keinerlei Synergien aufwiesen und der Wert der Teile für spezifische Interessenten höher als der Wert des ganzen gewesen wäre. Es war klar, dass es nur wenige Bieter geben würde, die aus wirtschaftlichen Erwägungen letztendlich einen höheren Preis für die gesamte Holvis als IP bieten könnten. Für diese Bieter würde sich darüberhinaus das Problem ergeben, den ungewünschten Geschäftsbereich weiterzueräuern.

Aufgrund der Konkurrenzsituation nach Veröffentlichung des Kaufangebots verbündete sich IP im Verlauf der Uebernahme mit dem logischen Käufer für den Papierhandelsbereich, die englisch-französische Papier-Gruppe AWA, Marktführer im Bereich graphischer Papiere und Papierhandel in Europa, um sicherzustellen, letztendlich das höchste Angebot für die gesamte Holvis bieten zu können. Dies ist als strategischer Schachzug anzusehen, da einerseits, IP als Nummer 4 im Papierhandelsbereich in Europa zwar durchaus Interesse an diesem Geschäft hatte, aber letztendlich nicht die gleichen potentiellen Synergien aufwies wie AWA, und andererseits IP damit gleichzeitig AWA als konkurrierenden Bieter für die gesamte Holvis ausschaltete. IP schloss mit

AWA einen bedingten Kaufvertrag über den Verkauf der Papierhandelsaktivitäten ab, sollte sie mit ihrem Uebernahmeangebot erfolgreich sein. Gleichzeitig sicherte sich IP die Exklusivität von AWA, mit keinem anderen Bieter ein ähnliches Geschäft abzuschliessen und kein konkurrierendes Angebot für Holvis abzugeben.

In der Tat kollabierten dadurch die Verhandlungen von Holvis mit der Intertech-Gruppe (“Intertech”) aus den Vereinigten Staaten, die zunächst ein Angebot von CHF 500,-- je Aktie ankündigten, aber sich nach Bekanntgabe des Abkommens zwischen IP und AWA mit der Begründung zurückzogen, sie wollten den Papierhandelsbereich selbst an AWA abgeben.

3. Das “freundliche” BBA-Angebot

Kurz vor Ablauf der IP-Angebotsfrist präsentierte Holvis mit BBA einen “freundlichen”, das heisst, dem Verwaltungsrat genehmen Uebernehmer, der ein konkurrierendes Angebot zu SFr. 500,-- je Aktie abgab. Nach Aussagen des Verwaltungsrates konnte dieses Uebernahmeangebot für Holvis nur erzielt werden, indem der Holvis-Verwaltungsrat vorweg einen bedingten Kaufvertrag mit BBA über das strategische Kerngeschäft der Holvis abschloss, wonach die Vliesstoffaktivitäten unwiderruflich an BBA übertragen werden, sollte das BBA-Angebot für Holvis nicht erfolgreich sein oder eine andere Partei ein höheres Angebot für Holvis unterbreitet. Die Anteile der Fiberweb-Gruppe wurden unmittelbar während des laufenden Uebernahmeangebots der IP auf ein Treuhandkonto übertragen.

Durch den bedingten Kaufvertrag beendete der Holvis-Verwaltungsrat den öffentlichen Bietungsprozess um Holvis, da jedes höhere Angebot an die Holvis-Aktionäre die Uebertragung des strategischen Kerngeschäfts an BBA ausgelöst hätte, und eine Hülle mit dem strategisch unwichtigen Papierhandelsgeschäft und einer hohen Liquiditätsposition übriggelassen hätte. International Paper wurde über die Verhandlungen mit BBA nicht informiert und lediglich ultimativ vom Holvis-Verwaltungsrat aufgefordert, ihr Angebot ohne Vorlage eines höheren Gegenangebots, zu erhöhen.

Nach Veröffentlichung des BBA-Angebots, das den Holvis-Aktionären nur die Alternativen bot, entweder das Angebot der BBA zu SFr 500,-- je Aktie zu akzeptieren oder Aktien der Rumpfgesellschaft zu behalten, kündigte IP unmittelbar eine Erhöhung ihres Angebots auf SFr 550,-- für den Fall an, dass der bedingte Verkauf des strategischen Kerngeschäfts an BBA widerrufen oder für ungültig erklärt würde.

Nachdem zunächst die Uebernahmekommission das BBA-Angebot als grundsätzlich mit dem Uebernahmekodex vereinbar qualifizierte, und schliesslich das zuständige Zivilgericht Basel-Stadt den Antrag von IP auf

Erlass einer einstweiligen Verfügung gegen den Vollzug der Uebertragung der Fiberweb Anteile an BBA abwies, zog IP ihr Angebot zurück.

BBA wurden daraufhin bis zum Ablauf der ordentlichen Angebotsfrist inklusive der bereits während der Angebotsfrist erworbenen Aktien insgesamt 97,5% der ausstehenden Aktien und bis zum Ablauf der Nachfrist am 20. Juli 99,64% angedient.

IV. Die Entscheidung der Uebernahmekommission

Gemäss schweizerischem Uebernahmekodex werden öffentliche Kaufangebote grundsätzlich von der Kommission für Regulierungsfragen ("Uebernahmekommission") auf ihre Vereinbarkeit mit dem Uebernahmekodex überprüft (Ziffer 9.1). In diesem Verfahren ist die Anhörung aller beteiligten Parteien vorgesehen (Ziffer 10.1). IP brachte in dem Verfahren vor, dass die zwischen Holvis und BBA getroffene lock-up Vereinbarung eine unerlaubte Abwehrmassnahme des Holvis-Verwaltungsrats darstelle, und daher gegen den schweizerischen Uebernahmekodex verstosse. Darüber hinaus überschreite der Verwaltungsrat mit dem Verkauf der Fiberweb seine Kompetenzen und verstosse gegen das Aktienrecht. Der bedingte Verkauf der wesentlichen Aktivitäten der Holvis hätte mit qualifizierter Mehrheit der Generalversammlung genehmigt werden müssen. Ausserdem habe der Holvis-Verwaltungsrat IP wichtige Informationen vorenthalten, so dass IP in der Uebernahmesituation benachteiligt wurde. IP erwartete, dass die Uebernahmekommission die lock-up Vereinbarung als unzulässig erklären und BBA und Holvis auffordern würde, die Vereinbarung aufzuheben.

1. Zulässigkeit von lock-up Vereinbarungen im schweizerischen Uebernahmekodex

Die Uebernahmekommission erklärte das BBA-Angebot als in allen Punkten mit dem Uebernahmekodex vereinbar. Sie begründete ihre Entscheidung damit, dass der Kodex ausdrücklich Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft erlaube (Ziffer 6.1) und keine Vorschrift enthalte, die den Abschluss von lock-up Vereinbarungen verbiete. Die Kommission räumte zwar ein, dass nach dem neuen Börsengesetz, das öffentliche Kaufangebote in der Schweiz gesetzlich regeln wird, die lock-up Vereinbarung unzulässig sei. Das neue Gesetz, das vermutlich erst zum 1. Juni 1996 in Kraft treten wird, sieht ein Verbot für Massnahmen während einer öffentlichen Uebernahme vor, die massgebliche Veränderungen des Aktiv- und Passivbestands der Zielgesellschaft beinhalten, sofern dies ohne Zustimmung der Aktionäre geschieht (Artikel 29 Abs. 2). Die neue Regelung sei aber noch nicht in Kraft und dürfe auch nicht bei der Auslegung nach Sinn und Zweck der geltenden Regelung herangezogen werden. Konkret hatte die Kommission auch nichts an der Ausgestaltung der

lock-up Vereinbarung auszusetzen und qualifizierte diese als eine mit dem Kodex zu vereinbarende Abwehrmassnahme.

Die Frage, ob es sich bei der lock-up Vereinbarung jedoch überhaupt um eine Abwehrmassnahme handelt, wurde nicht weiter untersucht, sondern stillschweigend bejaht. Die lock-up Vereinbarung diene hier nicht der Abwehr der Uebernahme an sich. Holvis hat den Verkauf der Fiberweb an BBA nämlich nicht zum Erhalt ihrer Unabhängigkeit durchgeführt, sondern angeblich um ein besseres Angebot zu erhalten. Insofern hätte sich die Frage gestellt, ob Massnahmen wie sie zur Abwehr unfreundlicher Uebernahmen im Sinne des Kodex erlaubt sind, auch zur Verfolgung anderer Zwecke zulässig sind.

2. Lock-up Vereinbarungen im internationalen Vergleich

IP ist offenbar davon ausgegangen, dass die Uebernahmekommission das BBA-Angebot aufgrund der lock-up Vereinbarung für mit dem schweizerischen Uebernahmekodex unvereinbar erklären würde. Dies ist jedenfalls zu vermuten, weil IP zunächst keine gerichtlichen Massnahmen gegen die lock-up Vereinbarung ergriff. Ausgehend von den in den USA geltenden Regelungen hatte IP Grund zu dieser Annahme.

In den USA fällt die Regelungsbefugnis für börsenrechtliche Fragen in die Gesetzgebungskompetenz des Bundes, während das Gesellschaftsrecht als Gesetzgebungsmaterie den Einzelstaaten zugewiesen ist.² In diesem Sinne zerfällt die Regelung von öffentlichen Uebernahmeangeboten in eine bundesgesetzliche und einzelstaatliche Bestimmungen. Bundesgesetzlich sind öffentliche Kaufangebote (tender offers) im 1968 in Ergänzung zum Securities Exchange Act von 1934 in Kraft gesetzten "Williams Act" geregelt. Der Williams Act enthält in § 13 (d) allgemeine Grundsätze betreffend den Aktienerwerb und in § 14 (d) - (g) spezielle Vorschriften für tender offers. Die Zulässigkeit von Abwehr- und Verteidigungsstrategien bestimmt sich nach gesellschaftsrechtlichen, also einzelstaatlichen Grundsätzen.

Im allgemeinen gilt als massgebliches Kriterium zur Beurteilung der Rechtmässigkeit der Managemententscheidungen die "business judgment rule". Danach besteht grundsätzlich die Vermutung, dass das Management seine Entscheidungen im Sinne der Gesellschaft trifft.³ Für Abwehrmassnahmen gegen feindliche Uebernahmeversuche wurde diese Regel zur "modified

²Vgl. von Falkenhausen, Das "Takeover-Game" - Unternehmenskäufe in den USA, Festschrift für Stiefel, 1987, S. 162, 170 f.

³Vgl. Smith v. van Gorkem, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985); vgl. auch Ingrid Depser, Der Vorschlag der EG-Kommission zur Takeover-Richtlinie im Spiegel der amerikanischen Takeover-Erfahrung, RIW 1992, 351 (354).

business judgment rule” fortentwickelt.⁴ Danach gilt die Vermutung, dass das Management im Interesse der Gesellschaft handelt, nur wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind: (1) Der board muss gute Gründe dafür darlegen, dass der takeover eine Gefahr für das Wohlergehen der Zielgesellschaft darstellt; (2) die Verteidigungsmassnahme muss verhältnismässig sein;⁵ (3) der board muss die Abwehrmassnahme im guten Glauben und nach hinreichender Erforschung der Sachlage ergriffen haben;⁶ (4) der board soll sich mehrheitlich aus sogenannten “desinterested outside directors” zusammensetzen.⁷ Kann der board das Vorliegen dieser Voraussetzungen nicht nachweisen, so wird die Entscheidung dem “entire fairness test” unterzogen. Hierbei müssen die “inside directors” nachweisen, dass sie gegenüber den Anteilseignern vollkommen fair gehandelt haben. Gelingt ihnen dieser Nachweis nicht, so wird die Entscheidung gerichtlich für unzulässig und wirkungslos erklärt.⁸

Lock-up Vereinbarungen sind auch im amerikanischen Recht bei unfreundlichen Uebernahmen nicht per se verboten. Allerdings hat sich für den Fall, dass sich die Aufgabe der Selbständigkeit der Zielgesellschaft nicht vermeiden lässt, die “level playing field rule” herausgebildet.⁹ Danach reduziert sich das Ermessen des boards der Zielgesellschaft auf die Förderung des Bieterwettbewerbs und auf die Erzielung eines möglichst hohen Preises, wenn die Aufgabe der Selbständigkeit der Zielgesellschaft unvermeidbar ist. Das Prinzip, dass die “Versteigerung” des Zielunternehmens auf einem level playing field stattzufinden hat, wurde an einem mit der Holvis-Uebernahme nahezu identischen Fall entwickelt.

In diesem Fall sah sich Revlon, Inc., einem unfreundlichem Uebernahmeangebot von Pantry Pride ausgesetzt. Nachdem Revlon seine Aktionäre angewiesen hatte, das Angebot nicht zu akzeptieren, weil der Preis zu niedrig erschien, suchte Revlon einen weissen Ritter, den man in Forstmann Little and Co. fand. Basierend auf Finanzinformationen über das Unternehmen, die Pantry Pride vorenthalten wurden, führte Revlon mit Forstmann Little

⁴Vgl. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985); Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985); Frank/Moreland, Unternehmerisches Ermessen des Vorstands für feindliche Uebernahmeversuche in den USA: die Time-Entscheidung, RIW 1989, 761 (763f.).

⁵Vgl. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d 955 (Del. 1985); Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁶Vgl. Smith v. van Gorkem, 488 A.2d 858, 876 (Del. 1985) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 712 (Del. 1983).

⁷Die Qualifizierung als “desinterested director” setzt voraus, dass der in Frage stehende Direktor nicht gleichzeitig Angestellter der Zielgesellschaft ist, dass er keine sonstigen geschäftlichen Verbindungen mit der Zielgesellschaft unterhält und dass er nicht in grösserem Umfang Anteile an der Zielgesellschaft hält (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d 946, 955 (Del. 1985); Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁸Vgl. AC Acquisitions v. Anderson, Clayton & Co., 519 A.2d 103 (Del. Ch. 1986).

⁹Vgl. Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986); vgl. auch Ebenroth/Eyles, Beschränkung von Hostile Takeovers in Delaware, RIW 1988, 426; Frank/Moreland, a.a .O, RIW 1989, 766.

Verhandlungen. Nachdem Pantry Pride den Preis erhöht hatte, machte Forstmann Little ein höheres Angebot, das auf einer lock-up Vereinbarung für zwei wesentliche Revlon-Abteilungen beruhte, und Revlon daran hinderte, andere, höhere Angebote zu akzeptieren. Der oberste Gerichtshof des Staates Delaware untersagte die "Verteidigungsmassnahme" von Revlon als unzulässig und formulierte den Grundsatz, dass sich die Aufgabe des board der Zielgesellschaft in dem Moment auf die Organisation einer Auktion reduziert, in dem der board von dem Ziel der Erhaltung der Unabhängigkeit der Gesellschaft abrückt und eine Maximierung des Angebotspreises anstrebt. Durch die Unterdrückung des Wettbewerbs habe der Revlon board gegen die Treuepflichten gegenüber seinen Aktionären verstossen. Die level playing field rule wurde in weiteren Entscheidungen dahingehend präzisiert, dass lock-up Vereinbarungen für Kronjuwelen während öffentlicher Kaufangebote grundsätzlich unzulässig sind, wenn sie bestimmte Bieter vom Bietungsprozess ausschliessen.

Der für Uebernahmen in England geltende City Code verbietet generell Vereinbarungen über den Kauf oder Verkauf von wesentlichen Vermögensgegenständen im Falle öffentlicher Kaufangebote ohne die Zustimmung der Aktionäre (Rule 21 (d)). Gemäss dieser Regelung musste BBA sein Kaufangebot für Holvis an die Zustimmung ihrer Aktionäre knüpfen, nutzte aber die Regelungslücke für Kaufangebote in der Schweiz aus. Nicht zuletzt basierend auf dem City Code sieht auch der Entwurf zur 13. gesellschaftsrechtlichen EU-Richtlinie (Uebernehmerichtlinie) aus dem Jahre 1990 ein generelles Verbot für lock-up Vereinbarungen vor (Artikel 8 b).

Lediglich der ab 1. Oktober geltende neue deutsche Uebernahmekodex enthält eine abweichende Regelung. Hiernach gilt, dass das Verwaltungs- oder Leitungsorgan der Zielgesellschaft nach Bekanntgabe eines öffentlichen Angebots und bis zur Offenlegung des Ergebnisses des Angebots keine Massnahme ergreifen darf, die dem Interesse der Wertpapierinhaber, von dem Angebot Gebrauch zu machen, zuwiderläuft (Artikel 19). Nach dem Wortlaut der Vorschrift muss es sich bei einer lock-up Vereinbarung jedoch nicht um eine solche Massnahme handeln. Hiernach soll es vielmehr einer Ueberprüfung bedürfen, ob im konkreten Fall die Interessen der Aktionäre durch eine entsprechende Vereinbarung verletzt werden. Als über diese Frage entscheidendes Gremium, und hier liegt die Parallele zum Fall Holvis, ist eine Uebernahmekommission vorgesehen, die aus 7 bis 15 Mitgliedern besteht, die von der Börsensachverständigenkommission berufen wird (Artikel 20). Diese Regelung zeigt genauso wie eine Anzahl anderer Regelungen, erwähnt seien die Regelungen des Artikels 16, wonach in der Regel kein Angebot für den Erwerb aller Aktien abgeben werden muss und des Artikels 23, wonach von den Regelungen des Kodex Befreiungen erteilt werden können, dass man in Deutschland noch nicht bereit ist, eine klare und eindeutige Rechtsgrundlage für öffentliche Kaufangebote zu schaffen, um damit den Gedanken des

Aktionärsschutzes konsequent durchzuführen. Es werden an mehreren Stellen des Kodexes Einfallstore für Ausnahmen und Sonderentscheide geöffnet, um gegebenenfalls nach jeweiligem (vermeintlich nationalem?) Interesse, öffentliche Kaufangebote den freien Kräften des Marktes zu entziehen und nach Belieben steuern zu können.

Bezüglich Holvis ist festzustellen, dass keine der angeführten Regelungen, selbst die neue deutsche Regelung, lock-up Vereinbarungen ohne weiteres für zulässig erachtet. Im Gegenteil, mit Ausnahme der deutschen Regelung, verbieten alle Regelungen im Falle der Auktion der Zielgesellschaft lock-up Vereinbarungen. Hinter diesem Verbot steht die gemeinsame Ueberzeugung, dass im Falle der Auktion das einzig schützenswerte Interesse das der Aktionäre ist. Diesem Interesse wird nur gedient, wenn die Bedingungen gegeben sind, den höchsten Preis zu erzielen. Da lock-up Vereinbarungen den Auktionsprozess abbrechen, werden diese regelmässig als ungeeignet erachtet, dieses Ziel zu erreichen. Der Entwurf zur 13. EU-Richtlinie führt in diesem Sinne in seiner Präambel aus, dass es Zweck der Regelung sei, Rechtsgeschäften vorzubeugen, welche das Angebot vereiteln würden. In diesem Sinne gelte es, die Befugnisse der Verwaltung betroffener Gesellschaften im Hinblick auf bestimmte aussergewöhnliche Rechtsgeschäfte einzuschränken. Es könne sich nur zum Vorteil der Aktionäre der Zielgesellschaften auswirken, wenn für Wertpapiere konkurrierende Angebote abgegeben würden. Im gleichen Sinne ist die Begründung zum lock-up Verbot im Entwurf zum neuen schweizerischen Börsengesetz, wonach sich der Verwaltungsrat in der Ausnahmesituation des Uebernahmekampfes in einem Interessenkonflikt befindet und infolge "Befangenheit" zum Entscheid über Gegenmassnahmen für einen beschränkten Zeitraum nicht kompetent ist.¹⁰

3. Kompetenzüberschreitung des Verwaltungsrates

Nach Meinung von IP, die von massgebenden schweizerischen Gesellschaftsrechtlern geteilt wurde, überschritt der Holvis-Verwaltungsrat mit dem bedingten Verkauf der Fiberweb an BBA, als das wesentliche Geschäft der Holvis, nicht nur die Grenzen seiner Vertretungsbefugnis, sondern auch die Grenzen seiner Vertretungsmacht.¹¹ Die Veräusserung der Fiberweb entspreche einer Zweckänderung der Gesellschaft (Teilliquidation) und damit gleichzeitig einer Statutenänderung. Eine Statutenänderung bedarf jedoch der Zustimmung der Mehrheit der Aktionäre und liegt nicht in der Kompetenz des Verwaltungsrates.¹² IP war der Meinung, dass die lock-up Vereinbarung aus diesem Grund für nichtig erklärt oder an die Zustimmung der Hauptversammlung gekoppelt werden müsse. Ein spezielles Einberufungsrecht

¹⁰Vgl. Botschaft zum BEHG, BBl. 1993 I 1415.

¹¹Gutachten von Peter Forstmoser und Gutachten von Peter Nobel; vgl. auch Peter Böckli, Das neue Aktienrecht, 1992, Rn. 1669 und Kapitel 10 Fn. 293.

¹²Vgl. Obligationenrecht Artikel 698 Abs. 2 Nr. 1.

durch die Aktionäre der Zielgesellschaft ist im Uebernahmekodex explizit vorgesehen, wenn 10% des Kapitals dies fordert (Ziffer 6.2).

Die Uebernahmekommission erklärte sich für die Bewertung gesellschaftsrechtlicher Fragen einerseits grundsätzlich für unzuständig. Dies sei Sache der zivilen Gerichte. Gesellschaftsrechtliche Fragen könnten nur dann Einfluss auf die Entscheidung der Frage der Zulässigkeit eines Angebots gemäss dem Uebernahmekodex haben, wenn ein offensichtlicher Verstoss vorliegen würde. Ein solcher liege im vorliegenden Fall nicht vor.

Diese Entscheidung der Kommission kann nicht überraschen. Der Uebernahmekodex ist eine freiwillige Regelung, die durch die Börsensachverständigenkommission aufgestellt wurde, und durch eine von der Börsensachverständigenkommission eingesetzte Uebernahmekommission überwacht wird. Obwohl die Gültigkeit sämtlicher rechtlicher Vorschriften daraus unmittelbar folgt, schreibt der Uebernahmekodex die Einhaltung sämtlicher gesetzlicher Regelungen, insbesondere die Einhaltung des Gesellschaftsrechts, explizit vor (Ziffer 6.1). Da die Uebernahmekommission aber nicht Teil der Gerichtsbarkeit ist, kann sie natürlich auch nicht rechtswirksam Verstösse gegen geltendes Recht feststellen.

Dennoch fühlte sich die Uebernahmekommission trotz obiger Begründung ihrer Unzuständigkeit dazu berufen, eine umfassende gesellschaftsrechtliche Würdigung vorzunehmen. Diese fiel dann unter zweifelhafter rechtlicher Begründung in einem, zugegebenermassen von der schweizerischen Gerichtsbarkeit noch relativ unberührten Gebiet, im Sinne des freundlichen Bieters aus, oder wohl doch eher im Sinne des Verwaltungsrates der schweizerischen Zielgesellschaft?

Aenderung des Unternehmenszwecks

Implizit bestätigte die Uebernahmekommission die Ansicht, dass der Verkauf der Fiberweb eine Aenderung des Unternehmenszwecks darstelle, und dass dazu eine Satzungsänderung notwendig wäre, die durch die Generalversammlung mit qualifizierter Mehrheit beschlossen werden müsste.¹³ Dennoch vertrat sie die Ansicht, dass im vorliegenden Fall ausnahmsweise die Zustimmung der Generalversammlung nicht notwendig gewesen sei, da eine Kompetenzerweiterung des Verwaltungsrates über das gesetzliche Mass hinaus vorgelegen habe. Zur Begründung verwies die Kommission auf das sogenannte Kammgarnspinnerei Interlaken-Urteil.¹⁴ In dem dort behandelten Fall wurde

¹³Diese Frage, die sehr konträr diskutiert wurde, war für die Entscheidung der Uebernahmekommission letztlich irrelevant, und wird hier deshalb nicht weiter behandelt. Vgl. aber Peter Böckli, Das neue Aktienrecht, 1992, Fn. 293 auf S. 453, wonach der Verkauf von sog. "Kronjuwelen" nur zulässig ist, wenn er sich aus der längerfristigen Unternehmensstrategie aufdrängt und nicht bloss eine abrupte Desinvestition darstellt, um die "Beute" unattraktiv zu machen.

¹⁴BGE 116 II, S. 320.

eine Kompetenzerweiterung des Verwaltungsrats bestätigt, weil, einerseits, für eine eigentlich der Generalversammlung obliegende Entscheidung von vornerein keine Entscheidung zu erwarten war, da aufgrund der verfeindeten Aktionärsgruppen eine Pattsituation vorlag, und, andererseits, das Unternehmen kurz vor dem Zusammenbruch stand, was eine zügige Entscheidung erforderte. Das Gericht hielt deshalb das schnelle Handeln des Verwaltungsrats über seine gesetzliche Kompetenz hinaus im Interesse des Unternehmens und der Arbeitnehmer für gerechtfertigt.

Die Uebernahmekommission nahm fälschlicherweise die Voraussetzungen dieses Urteils als gegeben an. Sie argumentierte, die Uebernahme an sich und der drohende Ablauf der IP-Angebotspflicht im besonderen, habe eine Notsituation begründet. Im übrigen sei es aufgrund des zeitlichen Drucks auch nicht möglich gewesen, eine entsprechende Entscheidung der Aktionäre herbeizuführen. Diese Entscheidung belegt die Unerfahrenheit im Umgang mit öffentlichen Kaufangeboten. Beide Voraussetzungen waren bei der Holvis-Uebernahme gerade nicht gegeben.

Erstens stand die Existenz von Holvis zu keiner Zeit in Frage. Ueber die Existenz der Holvis war nämlich zu diesem Zeitpunkt bereits unwiderruflich entschieden, und zwar nicht zuletzt durch den Holvis-Verwaltungsrat selbst, der das Unternehmen zur Auktion freigegeben hat. Die beiden Geschäftsbereiche der Holvis passten von jeher nicht zusammen und wiesen keinerlei Synergien auf. Obwohl IP durchaus für beide Bereiche Interesse und sinnvolle Verwendung hatte, hätte IP beide Bereiche getrennt und mit den entsprechenden eigenen Geschäftsbereichen zusammengeführt, im Interesse der Ueberlebensfähigkeit beider Bereiche. Aus taktischen Gründen schloss sich IP mit AWA zusammen, als der Holvis-Verwaltungsrat alternative Käufer suchte. Die Suche des Holvis-Verwaltungsrates konzentrierte sich von Anfang an auf Investoren, die lediglich Interesse entweder für den einen Bereich oder für den anderen Bereich hatten. Mit dem Schulterchluss von IP und AWA haben sich die einzigen beiden Unternehmen verbündet, die in beiden Bereichen aktiv sind. Hierbei hatte IP aus ökonomischen Gründen klare Vorteile im Vliessbereich und AWA klare Vorteile im Papierhandelsbereich, so dass jeder für seinen Bereich relativ den höchsten Preis bieten konnte. IP schaltete damit nicht nur einen wesentlichen potentiellen Bieter für das Gesamtunternehmen aus, sondern erschloss sich damit insbesondere die Möglichkeit, sein Angebot im weiteren Verlauf des Bietungsprozess wesentlich erhöhen zu können, sollte dies notwendig werden. Es muss nämlich davon ausgegangen werden, dass AWA in seiner Vereinbarung mit IP einen Preis für Mühlebach geboten hat, der über dem IP-Grenzpreis für Mühlebach lag. Nach Bekundungen des Holvis-Verwaltungsrates ging es allein um die Erzielung des besten Angebots zugunsten der Aktionäre, also gar nicht um das Unternehmen oder dessen Fortbestand. Der Aufgabe der Kontrolle und der Eigenständigkeit

der Holvis hat der Verwaltungsrat unmittelbar nach dem IP-Uebernahmeangebot als unvermeidlich zugestimmt.

Zweitens war auch der zeitliche Druck nicht gegeben. Eine Beschlussfassung der Generalversammlung über die lock-up Vereinbarung wäre grundsätzlich möglich gewesen. Die zwischen Holvis und BBA getroffene Vereinbarung hätte ähnlich wie von BBA auch von Holvis unter der Bedingung der Zustimmung der Aktionäre der Holvis geschlossen werden können.

Die Entscheidung der Uebernahmekommission gibt aber noch aus anderem Grunde zu denken. Die Mitglieder der Uebernahmekommission, welche hier über die Einhaltung der Regeln des Kodex zu entscheiden hatten, zeichneten als Mitglieder der Kommission für Regulierungsfragen auch für den Entwurf des Börsengesetzes verantwortlich. In den Gründen zu Artikel 29 Abs. 2 (lock-up Verbot) führt sie aus, dass sich der Verwaltungsrat in der Ausnahmesituation des Uebernahmekampfes in einem Interessenkonflikt befindet und infolge "Befangenheit" zum Entscheid über Gegenmassnahmen für einen beschränkten Zeitraum nicht kompetent sei.¹⁵ Während die Kommission hier also auch die Ansicht vertrat, dass die Vertretungsmacht des Verwaltungsrats im Falle eines Uebernahmekampfes wegen "Befangenheit" eingeschränkt ist, hielt sie im Falle Holvis genau das Gegenteil für gegeben. Da es sich bei der Entscheidung der Frage, ob eine Einschränkung oder eine Erweiterung der Vertretungskompetenz des Verwaltungsrats vorliegend gegeben war, gerade nicht um die Anwendung einer Vorschrift des Kodex, sondern um eine aktienrechtliche Wertung handelte, konnte im Hinblick auf den aufgezeigten Widerspruch gerade nicht darauf verwiesen werden, dass das Börsengesetz noch nicht in Kraft getreten sei. Die Kommission hat vielmehr aus Gründen die nur vermutet werden können, bewusst eine gegen ihre eigene Ueberzeugung gerichtete Entscheidung getroffen.

Einberufung der Generalversammlung

Das Recht zur Einberufung einer Generalversammlung und Bestimmung der Tagesordnung (Ziffer 6.2) stellt nach Meinung der Uebernahmekommission nicht eine Erweiterung der Entscheidungskompetenz der Generalversammlung sondern lediglich ein zusätzliches Informationsrecht dar. Die Regelung enthalte nur ein Recht der Aktionäre zur Stellungnahme und sei keine die Vertretungsmacht des Verwaltungsrats einschränkende Regelung. Die Uebernahmekommission meinte, trotz dieser erheblichen Einschränkung, die Regelung habe einen Sinn, da davon ausgegangen werden könne, dass der Verwaltungsrat nicht an Massnahmen festhalten werde, der die Generalversammlung die Zustimmung versage.

¹⁵Vgl. Botschaft zum BEHG, BBl. 1993 I 1415.

Die Argumentation ist keineswegs stichhaltig und reflektiert in keiner Weise die Intention einer Uebernahmeregulierung im Sinne des Aktionärsschutzes. Das Recht zur Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung ist bereits in Artikel 699 Obligationenrecht verankert und an die gleichen Kapitalvoraussetzungen gebunden. Insofern bringt der Uebernahmekodex keine Vereinfachung der Einberufungserfordernisse und wäre daher überflüssig. Es muss daher davon ausgegangen werden, dass man bei der Einführung des Uebernahmekodexes von einer Stärkung der Aktionärsrechte zu Lasten der Kompetenzen des Verwaltungsrates ausgegangen ist. Dies betrifft insbesondere die Zustimmung zu einem Angebot, die durch die Aktionäre erfolgen muss, wobei der Verwaltungsrat lediglich eine Empfehlung abgeben kann.

4. Informationsnachteil für IP

IP warf während der Anhörung vor der Uebernahmekommission dem Holvis-Verwaltungsrat eine unausgewogene und irreführende Informationspolitik vor. Zunächst sei IP benachteiligt worden, da ihr anders als allen anderen Interessenten kein Zugang zu Unternehmensinformationen gewährt wurde. Nach dem unfreundlichen Uebernahmeangebot von IP hat Holvis mögliche Interessenten zu einer ausführlichen due dilligence und Gesprächen mit dem Management eingeladen, um Ihnen die Informationsbasis für ein willkommenes Gegenangebot bereitzustellen. Die zulässige und notwendige Informationspolitik der Zielgesellschaft gegenüber unfreundlichen und freundlichen Uebernehmern ist im Uebernahmekodex nicht behandelt. Eine asymmetrische Informationspolitik liegt aber wohl in der Natur der Sache.

Schwerwiegender ist der Vorwurf, dass der Holvis-Verwaltungsrat IP konkrete Informationen über die Existenz eines freundlichen Uebernehmers vorenthalten hat und IP ultimativ zur Abgabe eines höheren Angebots aufgefordert hatte. Nachdem IP, ohne eindeutige Anhaltspunkte für ein mögliches Gegenangebot zu haben, bereit war, ihr Angebot auf SFr 480,- zu erhöhen, schloss der Holvis-Verwaltungsrat den bedingten Verkaufsvertrag mit BBA ab. Gleichzeitig wurden sämtliche Aktien der Fiberwebgesellschaften auf ein Treuhandkonto übertragen, um im Fall des Eintritts des bedingungsauslösenden Sachverhalts vollendete Tatsachen zu schaffen.

Die Uebernahmekommission akzeptierte zwar die Tatsache ungleicher Informationen, mass dieser aber keine Entscheidungsrelevanz bei, weil nicht zu erkennen sei, wie sich dies konkret zum Nachteil der IP ausgewirkt haben solle. Obwohl der Schlussfolgerung der Uebernahmekommission vielleicht beizupflichten ist, liegt das eigentliche Problem hier vielmehr wiederum in der Zulässigkeit der Massnahme gemäss Uebernahmekodex und im Grundsatz des "level playing field", also gleiche Voraussetzungen für alle Bieter zu gewährleisten. Diese Problematik wurde von der Uebernahmekommission

überhaupt nicht adressiert. Es kann wohl nur spekuliert werden, was passiert wäre, wenn IP gegenüber Holvis signalisiert hätte, ihr Angebot auf SFr 500,-- anstatt nur auf SFr 480,-- zu erhöhen. Hätten sich dann der Holvis-Verwaltungsrat und BBA auf ein Angebot von SFr 520,-- geeinigt oder wäre IP zum Zuge gekommen?

V. Die Basler Zivilgerichtsentscheidung

1. Die Gültigkeit des Gesellschaftsrecht in Uebernahmesituationen

Während die Uebernahmekommission zuständig für die Ueberprüfung der Angebote auf die Vereinbarkeit mit dem Uebernahmekodex ist, besteht unabhängig hierzu auch die Möglichkeit, den Vorgang unter aktienrechtlichen Gesichtspunkten vor einem ordentlichen Gericht überprüfen zu lassen. Grundsätzlich müssen neben den Regelungen des Uebernahmekodex die allgemeinen Regeln des Aktienrechts beachtet werden.

Nachdem das Gegenangebot der BBA von der Uebernahmekommission für mit dem Kodex im Einklang erklärt worden war, blieb IP damit noch die Möglichkeit, auf aktienrechtlicher Ebene gegen die lock-up Vereinbarung vorzugehen. IP stellte sich hierbei auf den Standpunkt, dass der Verwaltungsrat ohne entsprechende Zustimmung der Generalversammlung keine bindende Verpflichtung zur Uebertragung des Vliesstoffbereichs der Holvis eingehen konnte, da dieser Geschäftsbereich das "Herzstück" der Holvis sei. Der vor dem Zivilgericht Basel erhobene Antrag auf Erlass einer vorsorglichen Verfügung richtete sich deshalb darauf, Holvis zu untersagen, (1) über die Vliesstoff-Gruppe zu verfügen, (2) die Uebertragung der Fiberweb-Gruppe zu vollziehen.

Das sachlich zuständige Zivilgericht Basel wies den Antrag ab. Die Entscheidung wurde damit begründet, dass IP nicht den Nachweis der Benachteiligung erbracht habe. Der Antrag wurde im summarischen Verfahren entschieden, das heisst, es wurden keine Beweise erhoben. Das Zivilgericht schloss sich im wesentlichen der Entscheidung der Uebernahmekommission an. Insbesondere ging es auch von einer Erweiterung der Kompetenzen des Verwaltungsrats aufgrund der Notsituation des Uebernahmekampfes aus. Auch hier folgte man der Holvis Argumentation, dass eine konkrete Notlage vorgelegen habe, die vom Verwaltungsrat ein entsprechendes Handeln zum Wohle der Aktionäre erfordert habe. Der Vortrag von IP wurde nicht als ausreichend erachtet, das Zivilgericht davon zu überzeugen, dass der Verwaltungsrat mit dem Abschluss der lock-up Vereinbarung in wesentliche Rechte der Aktionäre eingriff.

2. Würdigung der Entscheidung des Zivilgerichts Basel

Die Entscheidung des Zivilgerichts Basel leidet in mehrfacher Hinsicht an Mängeln. Sie war letztlich ursächlich dafür, dass sich IP in ihrer Position massgeblich geschwächt sah und ihr Angebot zurückzog. Tatsächlich vermied es auch das Zivilgericht Basel, sich mit der Kompetenzenverteilung von Aktiengesellschaften und den Gründen hierzu auseinanderzusetzen. Offenbar fiel es leichter, pauschal mit dem breiten Daumen "Recht" zu sprechen. In diesem Sinne wurde die Frage, wo die Grenze der Vertretungskompetenz des Verwaltungsrats liegt, übersprungen und pauschal von einer Erweiterung der Vertretungsbefugnis ausgegangen. Dass sich dies jedenfalls nicht auf die im Kammgarnspinnerei Interlaken-Urteil entwickelten Grundsätze stützen lässt, wurde bereits dargelegt. Ausser Acht gelassen wurde aber weiterhin, dass Holvis 1992 die Satzung um sämtliche, unfreundliche Uebernahmen abwehrende Regeln bereinigte.¹⁶ Aus dieser Massnahme muss geschlossen werden, dass es dem Willen der Geschäftsführung und der Aktionäre entsprach, die Gesellschaft dem Spiel von Angebot und Nachfrage frei auszusetzen. Dem Verwaltungsrat der Holvis sollte damit gerade keinerlei Kompetenz zustehen, Abwehrmassnahmen zu ergreifen oder unter mehreren Anbietern eine Auswahl zu treffen. Das Vorgehen des Verwaltungsrats stand somit auch im Widerspruch zur statutarischen Ordnung von Holvis. Bemerkenswerterweise wurden diese Regelungen gerade vom Verwaltungsrat initiiert und vorgeschlagen.

VI. Verpasste Chancen der Aktionäre

Die Holvis-Uebernahme wurde letztendlich zwischen dem Holvis-Verwaltungsrat und dem freundlichen Uebernehmer BBA ausgehandelt. Auf Seiten des Uebernehmers mussten die Aktionäre die Transaktion genehmigen. Den Aktionären des übernommenen Unternehmens wurde die Entscheidungs- und selbst die Zustimmungskompetenz von ihrem Verwaltungsrat, von der Uebernahmekommission und vom Zivilgericht Basel aberkannt. Obwohl sich der Verwaltungsrat gegenüber seinen Aktionären dem Zielkriterium der Angebotspreismaximierung unterwarf, hat der Verwaltungsrat durch die lock-up Vereinbarung unberechtigterweise den öffentlichen Bietungswettbewerb abgebrochen. Ob sich der Holvis-Verwaltungsrat von BBA in den Verhandlungen unter Druck gesetzt fühlte oder aus verletztem Ehrgefühl mit allen Mitteln eine Uebernahme durch IP verhindern wollte, bleibt der Spekulation überlassen. Den Holvis Aktionären wurde jedenfalls durch das Handeln ihres Verwaltungsrates nicht nur die Möglichkeit eines höheren Angebots genommen, sondern, wesentlich schlimmer, auch die Möglichkeit, ihre Aktien zu behalten, und damit die Unabhängigkeit der Gesellschaft zu erhalten, in der Hoffnung, dass das Management langfristig in der Lage sein würde, den Unternehmenswert über den Wert des Angebots hinaus zu steigern.

¹⁶Vgl. auch die Bestimmungen zum Verhalten bei Uebernahmen gemäss Holvis Geschäftsbericht 1994 Seite 50/51.

Man kann hier wohl von einer eindeutigen Pflichtverletzung des Verwaltungsrates gegenüber seinen Aktionären ausgehen.

BBA hat nicht wie IP und zunächst InterTech unter gleichen Bedingungen für das gleiche Unternehmen geboten. BBA hat zunächst in einer privatrechtlichen Vereinbarung die Kontrolle über das strategische und von allen potentiellen Bietern (IP, InterTech, BBA und einigen anderen Wettbewerbern) umworbene Kerngeschäft erworben. Basierend auf dieser Transaktion hat sich BBA bereiterklärt, zusätzlich ein Uebernahmeangebot für das gesamte Geschäft auf Basis des mit dem Holvis-Verwaltungsrat vereinbarten Preises zu machen. Es darf davon ausgegangen werden, dass BBA es vorgezogen hätte, nur das Vliessgeschäft zu übernehmen, um sich nicht mit dem Weiterverkauf der Papierhandelsaktivitäten belasten zu müssen, der einige unangenehme steuerliche Konsequenzen haben dürfte. BBA hätte es wohl sogar begrüsst, wenn ein weiterer Bieter ein Angebot für Holvis gemacht und damit die Uebertragung der Fiberweb auf BBA ausgelöst hätte. Aufgrund der Konstruktion der Verträge hätte dies jedoch nur ein Interessent für die Papierhandelsaktivitäten sein können, also kein Konkurrent der BBA.

Ob BBA unter gleichen Bedingungen wie IP jemals ein Uebernahmeangebot für Holvis unterbreitet hätte, bleibt natürlich ungeklärt. Zumindest hätte BBA davon ausgehen müssen, wie im übrigen auch IP bei seinem ersten Angebot, dass ihr Angebot von einem anderen Bieter überboten würde. Daraus folgt auch, dass der gebotene Preis für die Holvis-Aktie am Ende deutlich über SFr 500,- gelegen hätte. Dies entspricht dem Prinzip öffentlicher Uebernahmesituationen und liegt im Interesse der Aktionäre des zu übernehmenden Unternehmens. IP hat sich dieser öffentlichen Bietungssituation bewusst gestellt, und war offensichtlich auch bereit und vorbereitet, ihr Angebot deutlich über SFr 500,- zu erhöhen. Solange jedoch kein konkurrierender Bieter vorhanden ist, wäre es völlig verfehlt, das Angebot aufgrund der Aufforderung des Managements der zu übernehmenden Gesellschaft zu erhöhen, sofern nicht dadurch die Unterstützung des Managements im Uebernahmekampf gesichert wird. Dies schon allein aus dem Grund, um zu vermeiden, postwendend von einem anderen Bieter überboten zu werden. BBA war offensichtlich nicht willens, sich der öffentlichen Bietungssituation zu stellen, oder konnte dies durch geschicktes Verhandeln mit dem Holvis-Verwaltungsrat vermeiden. Dabei nutzte BBA offensichtlich die prekäre Situation aus, in die sich der Holvis-Verwaltungsrat nach dem Rückzug von Intertech und seinen vollmundigen Ankündigungen, ein höheres Angebot zu erzielen, manövriert hatte. Der Holvis-Verwaltungsrat war seinerseits offensichtlich zu schwach, die Gültigkeit des Vertrages zumindest an die Zustimmung der Aktionäre zu knüpfen.

Das Holvis-Management, das jahrelang vergeblich versucht hatte, den shareholder value zu erhöhen, war offenbar auch in der Uebernahmesituation

nicht in der Lage, den shareholder value zu maximieren. Zumindest die Suche nach einem white knight war nicht erfolgreich. Zwar war er white, also willkommen, aber kein knight, denn er zog das Holvis-Management förmlich über den Tisch, oder aber, das Holvis-Management musste soviel bieten, nämlich die sogenannten Kronjuwelen, um überhaupt einen Interessenten zu finden. Wäre es in der Uebernahme jedoch nur um die Kronjuwelen gegangen, dann hätte sicherlich ein wesentlich höherer Preis als der in der lock-up Vereinbarung mit BBA erzielte Preis realisiert werden können. Auch in einem separaten Verkauf der Papierhandelsaktivitäten hätte dann wohl ein besserer Preis erzielt werden können, zum Wohle der Aktionäre. So konnte BBA den Mehrwert kassieren, und damit die Einstandskosten für die Kronjuwelen noch ein wenig senken. Die Uebernahme der Papierhandelsaktivitäten durch AWA von BBA zum Preis von SFr 220 Mio. inklusive übernommener Verbindlichkeiten, wurde am 24. August 1995 bekanntgeben. Zusätzlich wird Mühlebach zuvor angeblich noch eine Sonderdividende von SFr 52 Millionen an Holvis ausschütten, die mittlerweile im Besitz der BBA ist. Dieser Betrag entspricht dem vierfachen Jahresgewinn für 1994. Im Vergleich dazu, hatte AWA mit IP einen Preis von SFr 200 Millionen vereinbart.

VII. Keine feindlichen Übernahmen in der Schweiz

Die Holvis-Uebernahme hat eindrücklich belegt, dass in der Schweiz ohne Zustimmung des Managements keine Uebernahmen stattfinden. IP hatte sich offensichtlich bei ihrem Uebernahmeangebot trotz intensiver Vorbereitung nicht hinreichend mit den lokalen Verhältnissen vertraut gemacht. Erstens, war Holvis der erste feindliche Uebernahmeversuch in der Schweiz und man entbehrte nahezu jeglicher Erfahrung hinsichtlich der Auslegung des Uebernahmekodex. Zweitens, hatte der Uebernehmer in anderen Fällen selbst bei freundlichen Uebernahmeangeboten meistens bereits vor dem öffentlichen Kaufangebot eine Mehrheit an der Gesellschaft erworben. Man könnte meinen, dass es IP nach dem Scheitern des angekündigten InterTech-Angebots versäumt hat, aus dem unfreundlichen Angebot ein freundliches Angebot zu machen, indem man in Verhandlungen mit dem Verwaltungsrat eine für beide Seiten einvernehmliche Lösung gefunden hätte. Andererseits muss man IP zugute halten, dass sie sich dem offenen Bietungswettbewerb gestellt hat, und bereit war in einem fairen Prozess einen fairen Preis zu zahlen.

C:\HOLVEND.DOC