

Matthias Wolf*

Ein Take Private mit Interessenkonflikten

Ein Founder/CEO mit Eigeninteresse beeinflusst den Verkaufsprozess einer börsenkotierten Gesellschaft zu Gunsten eines ihm gewogenen PE-Interessenten im Fall *In re Mindbody, Inc. Stockholder Litigation*¹

Inhaltsübersicht

- I. Facts
 1. Ein ausstiegswilliger Gründer und CEO
 2. Die Kontakte mit Vista
 3. Der Verkaufsprozess
 4. Die Go Shop-Periode, die Proxy-Dokumente und die provisorischen Jahresergebnisse
 5. Die Rechtstreitigkeiten beginnen
- II. Die Erwägungen und die Entscheidung der Richterin
 1. Stollmeyer haftet für Verletzungen seiner *fiduciary duties*
 2. Vista haftet ebenfalls
 3. Der zugesprochene Schadenersatz
- III. Bemerkungen und Beobachtungen
 1. Ansprüche von Aktionären bei Übernahmen börsenkotierter Gesellschaften
 2. Zum Anspruch gegen Vista
 3. Zum Schadenersatz und der Kausalität

Take Private-Transaktionen durch Private Equity-Käufer sind derzeit im Gespräch. In der Schweiz ist dieser Trend zwar nicht so stark ausgeprägt wie anderswo. In den USA, in England und in Deutschland sind solche Transaktionen aber häufig. In der ersten Jahreshälfte 2023 mag dies auf negative oder stark volatile Kursentwicklungen an den Börsen zurückzuführen gewesen sein, was zu attraktiven Bewertungen für Finanzinvestoren führte. Gleichzeitig nahm dies den Private Equity-Firmen ein Stück weit die Konkurrenz durch strategische Käufer, weil letztere unter eben diesen Bewertungen litten. Aber auch im zweiten Halbjahr, als die Börsenkurse anzogen, gab es in den genannten Ländern eine Reihe von Take Private-Transaktionen durch Finanzkäufer.

Der Fall, von dem hier berichtet wird, geht allerdings auf einen Take Private zurück, der bereits Ende 2018 abgeschlossen und anfangs 2019 vollzogen wurde. Der Rechtsstreit im Zusammenhang mit jener Transaktion

wurde jedoch erst im März 2023 bzw. am 15. November 2023 entschieden.² Es geht um die Akquisition einer börsenkotierten Gesellschaft, der Mindbody, Inc. durch das Private Equity-Unternehmen Vista Equity Partners Management, LLC. Der Gründer, Chairman und CEO von Mindbody, der auch ein erhebliches Aktienpaket hielt, beeinflusste aus Eigeninteressen den Verkaufsprozess zugunsten des Bieters Vista, verheimlichte dem Board of Directors seine Direktkontakte mit Vista und beging noch weitere Verletzungen seiner Treuepflichten. Er wurde aufgrund seiner Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit dem von ihm beeinflussten Verkaufsprozess und der anschliessenden fehlenden Offenlegung in dem *Proxy Statement*, d.h. den im Hinblick auf die Generalversammlung veröffentlichten Unterlagen der Gesellschaft, in einem Prozess aufgrund einer Sammelklage unzufriedener Aktionäre zu Schadenersatz verurteilt. Die Erwerberin Vista wurde in solidarischer Haftung ebenfalls verurteilt, da sie zu den Pflichtverletzungen bewusst Beihilfe geleistet habe.

Der Fall ist ein Produkt der in den USA bei Akquisitionen von börsenkotierten Gesellschaften typischen Rechtsstreitigkeiten. Die detailreiche Wiedergabe des Sachverhalts in der Entscheidung ist aufschlussreich und gibt tiefe Einblicke in die treibenden Faktoren für die Parteien und weitere Teilnehmer. Sodann wird das Thema Interessenkonflikte bei M&A-Transaktionen hinsichtlich einer aussergewöhnlichen Situation behandelt. Für einmal liegt nicht eine Konstellation vor, in der ein Aktionär der Zielgesellschaft mit dem Erwerber wirtschaftlich identisch oder wirtschaftlich verbunden ist. Die Interessenkonflikte schienen eigentlich weniger dramatisch, doch sie führten zu deutlichen Pflichtverletzungen beim Verkaufsprozess.

* Rechtsanwalt und Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich.

¹ *In re Mindbody, Inc. Stockholder Litigation*, C.A. No. 2019-0442-KSJM, memo. op. (Del. Ch. Mar. 15, 2023). Die Entscheidung (Post-Trial Memorandum Opinion) von Chancellor McCormick vom 15. März 2023 ist im Internet verfügbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=345390>.

² Die zweite Entscheidung (*In re Mindbody, Inc. Stockholder Litigation*, C.A. No. 2019-0442-KSJM, memo. Op. (Del. Ch. Nov 15, 2023)) betraf noch die Frage der Anrechenbarkeit der aus dem Vergleich mit den anderen Beklagten erhaltenen Summe, Zinsen, Anwaltshonorare und weitere Fragen. Sie ist im Internet publiziert unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=355640>.

I. Facts

1. Ein ausstiegswilliger Gründer und CEO

Die Mindbody, Inc. ist ein Unternehmen aus Kalifornien, das cloud-basierte Software für die Fitness-, Beauty- und Wellnessindustrien entwickelt und anbietet. Es wurde im Jahr 2000 von Richard Stollmeyer, dem Protagonisten dieser Geschichte, zusammen mit einem Geschäftspartner in San Luis Obispo an der kalifornischen Central Coast gegründet – wie es sich gehört in einer Garage. Aus den bescheidenen Anfängen wuchs unter Stollmeyers Führung und über mehrere Venture Capital-Finanzierungsrunden ein recht bedeutendes Unternehmen heran, das 2015 sein IPO an der Nasdaq-Börse hatte und dabei auf ca. USD 600 Mio. bewertet wurde. Bis 2018 wuchs der Börsenwert auf über eine Milliarde an, doch Stollmeyer hatte selbst nie einen bedeutenden Liquidity Event geniessen können. Sein Privatvermögen war zum allergrössten Teil weiterhin in der Gesellschaft investiert, in der er eine Beteiligung von ca. 4% des Kapitals hielt, die ihm aufgrund von Stimmrechtsprivilegien über 19.8% der Stimmrechte verschaffte.

Stollmeyer hatte in einem Podcast-Interview freimütig seine Unzufriedenheit über seine Liquiditätssituation ausgedrückt.³ Darin gab er an, 98% seines Vermögens sei in seiner Mindbody-Beteiligung blockiert, wovon er nur sehr geringe Mengen über seinen Trading Plan verkaufen könne. Es fühle sich an wie *«sucking through a very small straw»*. Gleichzeitig war er aber erhebliche private Verpflichtungen eingegangen, zu deren Bedienung er verschiedentlich einen Bankkredit in Anspruch nehmen musste. Seine Aussagen liessen eine gewisse Frustration darüber erkennen, dass sich der IPO für ihn persönlich bisher nicht im grossen Stil gelohnt hatte. Er begann, die Belastungen der letzten Jahre als CEO eines börsenkotierten Unternehmens zu spüren und sehnte sich nach vielen Jahren des Unternehmensaufbaus nach einem Liquidity Event.

Dazu kam, dass Stollmeyers Beteiligung zu einem erheblichen Teil in sog. *super-voting shares* bestand, denen (bei gleichem Nennwert) ein zehnfaches Stimmrecht zukam. Diese Stimmrechtsaktien waren aber nach der einschlägigen *Sunset*-Bestimmung der Statuten im Oktober 2021 automatisch in Stammaktien umzuwandeln. Für Stollmeyer ergab es daher Sinn, vor dem Ablauf seiner Stimmrechtsprivilegien einen Exit anzustreben. In der gleichen Situation befand sich der grösste Mitaktionär von Stollmeyer, der Venture Capital Fund Institutional Venture Partners (IVP), der ebenfalls einen zeitnahen Exit wünschte. Die Mindbody-Beteiligung reflektierte

einen erheblichen (unrealisierten) Buchgewinn für den investierten Fund, der eine signifikante Erhöhung der Liquidität anstrebte. Es war das erklärte Ziel von IVP, ihre Mindbody-Beteiligung bis Ende 2018 zumindest zu einem erheblichen Teil zu veräussern. IVP hielt Aktien, die ca. 24.6% der Stimmen vermittelten. IVP und Stollmeyer kontrollierten damit zusammen über 44% der Stimmen. Ein Vertreter von IVP, Eric Liaw, hatte im Verwaltungsrat von Mindbody Einsitz.

Im August 2018 traf sich Stollmeyer zum Lunch mit einem Investmentbanker von Qatalyst Partners, einer auf Technologie-M&A spezialisierten Investmentbank aus San Francisco, die von Frank Quattrone, einem der illustren Investmentbanker der späten 90er Jahre, gegründet wurde. Der Investmentbanker brachte Stollmeyer in Kontakt mit Vista, einem auf Investitionen im Software- und Technologie-Bereich spezialisierten Private Equity-Unternehmen. Anschliessend brachte er Stollmeyer auch in Kontakt mit zwei weiteren Private Equity-Unternehmen, allerdings erst mit einer Woche Verzögerung.

2. Die Kontakte mit Vista

Anfang September 2018 traf sich Stollmeyer mit Vertretern von Vista. Im Anschluss daran hielt der Vertreter von Vista in einer Zusammenfassung fest, Stollmeyer sei in seiner Position langsam müde, er möchte noch etwa zwei Jahre in seiner Position bleiben, aber vor allem *«a good home»* für seine Gesellschaft finden. Stollmeyer informierte den Mindbody-Verwaltungsrat über das Treffen, allerdings ohne zu erwähnen, dass er einen möglichen Verkauf und seine persönlichen Pläne angesprochen hatte. Ebenso wenig erwähnte er, dass Kontakte mit Qatalyst im Hinblick auf einen Verkauf bestehen.

Die Vertreter von Vista luden Stollmeyer für Anfang Oktober 2018 zu dem sog. *«CXO Summit»* ein, einer von Vista organisierten, jährlichen Konferenz von Vertretern des Top Managements von Vistas Portfoliogesellschaften. Der Anlass diente Vista auch dazu, sich gegenüber Unternehmen und Managern als attraktiven Investor bzw. Erwerber zu präsentieren. Bei dieser Gelegenheit traf Stollmeyer Vistas Gründer Robert Smith und weitere Vista-Vertreter. Er stellte Mindbody vor und erkundigte sich darüber, wie es den Gründern und Managern im Nachgang zu einem Erwerb durch Vista ergeht. Die Präsentationen an der Konferenz über das Wachstum der Bewertungen der Vista-Portfoliounternehmen seit einer Take Private-Transaktion beeindruckten Stollmeyer. Er versandte Screenshots von Einkaufs- und Wiederverkaufsbewertungen, die er in seinen Textnachrichten als *«money shots»* bezeichnete. Aus weiteren Kommunikationen von Stollmeyer wurde klar, dass ihm die Aussicht auf eine Übernahme durch Vista und die damit einhergehenden Chancen auf einen attraktiven Exit

³ Der Podcast ist weiterhin online verfügbar unter <https://alejandrocremades.com/rick-stollmeyer-on-selling-for-1-9-billion-the-company-that-he-created-out-of-his-own-garage/>.

verbunden mit potenziellen zukünftigen Gewinnen verlockend erschienen. In einer SMS textete er «*Vista loves me, I love them*». Den Verwaltungsrat von Mindbody orientierte Stollmeyer zwar über seine Teilnahme an der Veranstaltung, nicht aber über die Avancen, die er machte und erwiderte. Vista ihrerseits bemerkte in einer Notiz über die Treffen, man habe eine enge Beziehung aufgebaut, und begann damit, ein Memorandum über Mindbody für ihr Investment Committee zu erstellen.

Seit dem CXO Summit hatte Stollmeyer lebhaftes Interesse an einem Verkauf an Vista. Vista wiederum, die sich auf rasche und unaufgefordert eingeleitete Akquisitionen spezialisiert hatte, setzte ihre eigenen Prozesse in Gang und gab eine Marktstudie in Auftrag. Bereits am 15. Oktober 2018 bekundete Vista telefonisch gegenüber Stollmeyer ihr Interesse an einer Übernahme mit einer beträchtlichen Prämie gegenüber dem Marktpreis. Ein konkreter Preis wurde indes noch nicht geboten. Mindbodys Aktienkurs war zuvor gesunken, was den Zeitpunkt für Vista als taktisch günstig erscheinen liess. Stollmeyer orientierte seine Kollegen in der Geschäftsleitung zwei Tage später über die erhaltene Interessensbekundung und pries diesen gegenüber die Vorteile eines Take Private mit Vista an. Obwohl Stollmeyer von Vistas raschem und entschiedenen Vorgehen wusste, orientierte er anschliessend (am 18. Oktober) vorerst nur den Vertreter von IVP im Verwaltungsrat. Am folgenden Tag führte Stollmeyer noch ein Referenzgespräch mit Andre Durand, dem Gründer und CEO von Ping Identity, einem Vista-Portfoliounternehmen, das just damals im Begriff war, an die Börse zu gehen.⁴ Über dieses Gespräch orientierte Stollmeyer den Verwaltungsrat ebenfalls nicht. Die Interessensbekundung von Vista teilte er dem Verwaltungsrat erst am 23. Oktober mit.

3. Der Verkaufsprozess

An einer ordentlichen Verwaltungsratssitzung vom 26. Oktober 2018 besprach der Verwaltungsrat die Interessensbekundung von Vista und die Einsetzung eines Verwaltungsratsausschusses, der den Prozess begleiten sollte. Am 30. Oktober wurde dieses Transaction Committee eingesetzt mit Liaw, dem Vertreter von IVP, als dessen Vorsitzenden. Der Ausschuss besprach sich, plante Interviews für die Vergabe eines Finanzberatermandats und legte Richtlinien für die Kommunikation fest, in denen ausdrücklich festgehalten wurde, dass externe Mitteilungen an potentielle Käufer mit dem Ausschuss abgesprochen und allfällige Interessenkonflikte dem Ausschuss offengelegt werden müssten.

Anfangs November 2018 gab Mindbody bekannt, dass es die Umsatzprognose für das dritte Quartal verfehlt hatte

und reduzierte ihre zuvor veröffentlichte Guidance für das vierte Quartal. Im Anschluss an den entsprechenden Earnings Call büsste die Aktie ca. 16% ein. Dies entging Vista nicht und sie versprach sich daraus einen reduzierten Kaufpreis. Am 6. November rief ein Vertreter von Vista die Investmentbank Qatalyst an, die zu diesem Zeitpunkt noch nicht von Mindbody mandatiert war. In dem Gespräch teilte der kontaktierte Investmentbanker Vista offenbar mit, Stollmeyer erwarte einen Preis von USD 40 pro Aktie. Vier Tage später teilte Stollmeyer Vista mit, dass Mindbody nun einen Transaktionsprozess durchführen werde. Dies war eine Verletzung der Kommunikationsrichtlinien, die solche externen Mitteilungen an potentielle Bieter nur in Absprache mit dem Transaktionsausschuss vorsahen.

Am 14. November 2018 wählte der Transaktionsausschuss den Finanzberater aus. Neben Qatalyst war eine weitere Investmentbank, Centerview Partners, zu einer Präsentation eingeladen. Es ist bemerkenswert, dass Centerview, die mit dem bisherigen Verlauf der Angelegenheit nicht vertraut war, der Ansicht war, die Bewertung von Mindbody sei zwar kurzfristig eher tief, das Unternehmen habe aber mittel- bis langfristig ausgezeichnete Aussichten. Der von Centerview empfohlene Prozess sah daher eine Ansprache von interessierten Parteien über mehrere Monate vor und einen Zeitrahmen für einen Verkauf von zwei Jahren. Der Pitch von Qatalyst betonte hingegen die Erfahrung mit Verkaufstransaktionen an Vista und sah einen Zeitrahmen bis zum Vertragsschluss und zur Ankündigung einer Transaktion bis Ende Jahr vor. Der Ausschuss entschloss sich schliesslich für Qatalyst, dies massgeblich auf Betreiben von Liaw, dem Vertreter von IVP, die ihrerseits einen raschen Exit suchte.

Qatalyst identifizierte vierzehn mögliche Käufer und schlug vor, die strategischen Bieter ab dem 19. November und die Finanzinvestoren ab dem 30. November 2018 anzusprechen. Am 30. November kontaktierte Qatalyst darauf vorab Vista, während weitere Finanzinvestoren erst ab dem 3. Dezember kontaktiert wurden. Es fanden Managementpräsentationen mit mehreren interessierten Parteien statt. Am 14. Dezember genehmigte Vistas Investment Committee ein Angebot für Mindbody. Interessanterweise wurde später im Discovery-Verfahren während des Prozesses offenbar kein Dokument zutage gefördert, das die konkreten Parameter dieser Genehmigung festhielt, – insbesondere, ob eine Preisspanne genehmigt wurde (und was deren oberes Ende war), wie es Vistas üblicher Praxis entsprach. Es ist bemerkenswert, dass das dem Investment Committee vorgelegte Memorandum im Entwurf noch ausdrücklich festgehalten hatte, dass Vista seit Ende Oktober 2018 von dem Verkaufsvorhaben Kenntnis hatte. Diese (wahrheitsgemässe) Bemerkung wurde in der endgültigen Version ersetzt durch die unzutreffende Darstellung, wonach Vista erst

⁴ Ping war 2016 für USD 600 Mio. von Vista gekauft worden, die IPO-Bewertung im Herbst 2018 war USD 1.1 Mia.

am 30. November 2018 Kenntnis davon erlangt habe. Der genaue Inhalt des Genehmigungsbeschlusses des Investment Committee war im Prozess umstritten; die Richterin fand schliesslich, das Beweisergebnis stütze die Feststellung, dass eine Preisspanne von bis zu USD 40 pro Aktie genehmigt worden sei.

Am 15. Dezember 2018 wurde den interessierten Parteien Zugang zum Datenraum gewährt. Nach nur drei Tagen Datenraumzugang machte Vista am 18. Dezember ein verbindliches Angebot für USD 35 pro Aktie und setzte eine Frist von 24 Stunden zur Annahme. Der Transaktionsausschuss von Mindbody traf sich am folgenden Tag und wies Qatalyst an, die anderen Bieter zu avisieren, dass sie ihre Interessensbekundungen so rasch als möglich unterbreiten mögen. Die anderen Interessenten waren aber viel weniger weit in ihrem Prozess und zumindest zu diesem Zeitpunkt nicht bereit, Angebote zu unterbreiten.

Am 20. Dezember 2018 traf sich der gesamte Verwaltungsrat von Mindbody und nach Diskussion von Vistas Angebot wurde Qatalyst angewiesen, ein Gegenangebot für USD 40 pro Aktie zu machen. Gleichentags erhöhte Vista ihr Angebot auf USD 36.50, was sie als *«best and final offer»* bezeichnete. Am nächsten Tag kontaktierte Qatalyst den einzigen verbliebenen Bieter, der angab, noch zwei weitere Wochen zu benötigen. Der Verwaltungsrat besprach die Situation und nachdem Qatalyst bestätigt hatte, dass sie für diesen Preis eine Fairness Opinion abgeben könne, wurde das Angebot akzeptiert. Weitere zwei Tage später wurde das *Agreement and Plan of Merger* abgeschlossen, welches eine Barabfindungsfusion von Mindbody mit einer von Vista gehaltenen Akquisitionsgesellschaft vorsah. Stollmeyer und IVP schlossen ausserdem Stimmrechtsvereinbarungen mit Vista ab, wonach sie zusagten, mir ihren Aktien zugunsten der Transaktion zu stimmen.

4. Die Go Shop-Periode, die Proxy-Dokumente und die provisorischen Jahresergebnisse

Wie in den USA häufig, hatte die Gesellschaft unter den Bestimmungen des Fusionsvertrages das Recht, während einer gewissen Frist (hier: 30 Tage) andere Bieter anzusprechen (wobei dem ursprünglichen Käufer ein *«matching right»* zusteht). Qatalyst kontaktierte daher weitere Kandidaten, doch nur zwei von diesen bekundeten Interesse. Als ein anderer Aktionär (einer der nachmaligen Kläger), die Luxor Capital Partners, zusammen mit einem weiteren Aktionär, ein Angebot organisieren wollte, teilte Stollmeyer dies am 5. Januar 2019 prompt Vista mit. Einen Tag später reiste Stollmeyer in die Ferien nach Costa Rica mit dem Hinweis, man solle Anfragen für Managementpräsentationen an mögliche interessierte Anbieter ablehnen, – «ausser es sei dringend».

Die Transaktion erforderte die Zustimmung der Mindbody-Aktionäre. Dafür hatte die Gesellschaft das Proxy Statement für die Aktionäre im Hinblick auf die Abstimmung zu veröffentlichen und der SEC einzureichen. Wie im Merger Agreement vorgesehen wurde Vista zu den Entwürfen dieser Dokumente konsultiert. Im Proxy Statement wurden die frühen Kontakte zwischen Stollmeyer und Vista, Stollmeyers Teilnahme am CXO Summit und auch Vistas Interessensbekundung vom 15. Oktober 2018 nicht erwähnt. Aus Vista-internen Textnachrichten liess sich schliessen, dass man diese Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit bemerkt hatte.

Bereits am 4. Januar 2019 hatte Mindbody's CFO den vorläufigen Quartalsumsatz für das vierte Quartal ermittelt. Anders als prognostiziert wurde die Guidance deutlich übertroffen. Am 24. Januar 2019 schlug der CFO dem Audit Committee vor, diese Zahlen vor dem 7. Februar zu veröffentlichen, damit sie im Zeitpunkt der Generalversammlung vom 14. Februar im Markt bekannt sein würden. Die Rechtsberater der Gesellschaft entwarfen dafür eine Medienmitteilung. Das Audit Committee beschloss dann allerdings, von einer Veröffentlichung abzusehen.

5. Die Rechtstreitigkeiten beginnen

Schon vor dem Closing der Transaktion am Tag, nachdem die Generalversammlung der Fusion zugestimmt hatte, waren erste Klagen eingereicht worden, auf die Mindbody mit aktualisierten Offenlegungen zum Verkaufsprozess reagierte. Luxor hatte zuerst ein aktienrechtliches Begehren auf Akteneinsicht gestellt, eine typische Vorstufe bei amerikanischen Aktionärsklagen. Luxor erhob anschliessend sowohl eine Klage auf Überprüfung der Angemessenheit der Fusionsabteilung (sog. *appraisal action*) wie auch eine Schadenersatzklage gegen Stollmeyer und andere Organe wegen Verletzung von Treuepflichten. Die Schadenersatzklage weitete Luxor im Laufe des Verfahrens aus auf Vista als zusätzliche Beklagte wegen Beihilfe zu den Treuepflichtverletzungen. Die Verfahren gegen alle Beklagten ausser Stollmeyer und Vista wurden in der Folge durch Vergleich beigelegt.

II. Die Erwägungen und die Entscheidung der Richterin

1. Stollmeyer haftet für Verletzungen seiner *fiduciary duties*

Für die Richterin handelte es sich bei dem Anspruch gegen Stollmeyer um einen beispielhaften *«Revlon Claim»*, d.h. um einen Anspruch aus der Verletzung der Organpflichten, die in dem dafür grundlegenden Revlon-Ent-

scheid⁵ und der darauffolgenden Entscheidungspraxis konkretisiert wurden. Damit ist (etwas vereinfacht) gemeint, dass in einer Situation, in der die Gesellschaft in einem Prozess über eine Kontrollwechseltransaktion ist, der Verwaltungsrat und die Organe der Zielgesellschaft verpflichtet sind, angemessene Anstrengungen im Hinblick auf den bestmöglichen Ausgang für die Aktionäre zu unternehmen. Die Erfüllung dieser Pflicht verlangt, dass ein angemessener Entscheidungsprozess durchgeführt und angemessene Massnahmen getroffen werden. Dies ist namentlich dann nicht der Fall, wenn ein Verwaltungsratsmitglied sich in einem Interessenkonflikt befindet, keine wirksamen Massnahmen zum Umgang damit getroffen werden und der Betreffende den Verkaufsprozess im Sinne seiner persönlichen Interessen statt im Interesse der Optimierung für alle Aktionäre beeinflusst.

Stollmeyer befand sich nach Ansicht der Richterin in verschiedener Hinsicht in einem Interessenkonflikt, der ihn dazu verleitete, den Transaktionsprozess im Interesse von Vista zu beeinflussen. Er hatte aufgrund privater Verpflichtungen und Ausgaben ein starkes Bedürfnis nach kurzfristiger Liquidität und erwartete eine lukrative Anstellung sowie insbesondere eine attraktive Incentive-Vergütung durch Vista im Anschluss an die Transaktion, die ihm erlauben würde, an dem potenziellen Upside aus einem späteren Wiederverkauf zu profitieren. Er war überzeugt, dass für ihn ein rascher Verkauf an Vista die beste Lösung sei. Stollmeyers Gegenargument, seine grosse Beteiligung Sorge ja für den Gleichlauf der Interessen mit den anderen Aktionären, liess die Richterin nicht gelten. Aus den Fakten werde klar, dass Stollmeyer einen potenziell geringeren Verkaufspreis in Kauf genommen habe für die Sicherheit eines raschen Exits verbunden mit der Aussicht auf zukünftigen Gewinn bei einer privaten Beteiligung an Mindbody nach dem Take Private.

Die Handlungen, mit denen Stollmeyer den Verkaufsprozess zugunsten von Vista beeinflusste, waren zahlreich und augenfällig: Es fing damit an, dass er hinter dem Rücken des Verwaltungsrates den Kontakt zu Vista als mögliche Käuferin gesucht und dieser Mindbody recht offensichtlich zum Kauf angeboten hatte. Obwohl er wusste, dass Vista rasch handeln würde, versuchte er nicht, die Avancen von Vista zu verlangsamen, sondern verzögerte im Gegenteil die Information an den Verwaltungsrat und kontaktierte zunächst lediglich den Vertreter von IVP im Verwaltungsrat, weil er wusste, dass auch IVP an einem raschen Verkauf interessiert war. Als der Verwaltungsrat erwog, einen formellen Verkaufsprozess zu beginnen, teilte er dies Vista ohne Genehmigung oder Kenntnis des Verwaltungsrates vorab mit. Dadurch verschaffte er Vista einen entscheidenden Vorsprung. Als

Vista zu einem verbindlichen Angebot bereit war, waren die anderen Bieter noch weit davon entfernt. Der Investmentbanker von Qatalyst hatte Stollmeyer gewarnt, dass Vista umso weniger offerieren würde, je mehr sie überzeugt sei, dass Stollmeyer auf ihrer Seite stehe – und genau dies trat ein. Als Vista ihr verbindliches Angebot von USD 35 machte, bestand kein Bieterwettbewerb.

Der Verwaltungsrat war von Stollmeyer über die meisten seiner Kontakte mit Vista und seine starke Präferenz für Vista als Käuferin in Unkenntnis gelassen worden. Entsprechend fehlte es auch an Massnahmen zum Umgang mit dessen Interessenkonflikt. Als Mitglied hatte Stollmeyer indes eine Pflicht zur Offenlegung gegenüber dem Verwaltungsrat.

Diese Pflichtverletzungen von Stollmeyer liessen den Verkaufsprozess in den Augen der Richterin als unangemessen erscheinen. Immerhin wären diese Mängel aber geheilt worden (bzw. der Verwaltungsrat hätte die Business Judgment Rule für sich in Anspruch nehmen können), wenn der anschliessende Generalversammlungsbeschluss auf Grundlage umfassender Information mit einer Mehrheit der interessenkonfliktfreien Aktionäre zustande gekommen wäre. Eine solche «Heilung» der Mängel des Transaktionsprozesses fand allerdings nicht statt. Der Verwaltungsrat selbst wusste ja nichts von Stollmeyers Interessenkonflikt, dessen Präferenz für Vista und von den Beeinflussungen des Prozesses zu deren Gunsten. Schon daher waren weder diese Interessenlage, noch die pflichtverletzenden Handlungen Stollmeyers in dem Proxy Statement im Hinblick auf die Generalversammlung offengelegt worden.

Die Richterin sah schliesslich eine zweite, eigenständige Treuepflichtverletzung Stollmeyers und damit eine eigene (konkurrierende) Anspruchsgrundlage darin, dass er es unterlassen hatte, die unzutreffende und unvollständige Darstellung in dem Proxy Statement zu korrigieren bzw. dass er diese Darstellung duldete. Die Interaktionen zwischen ihm und Vista im Vorfeld des Transaktionsprozesses waren darin nur in allgemeiner und beschönigender Form dargestellt und wesentliche Elemente ausgelassen worden, – namentlich, dass Stollmeyer schon vor dem Verkaufsprozess deutlich sein Verkaufsinteresse signalisiert und Vista einen Informations- und Verfahrensvorsprung gegenüber Mitbieterern verschafft hatte. Die Richterin fand, die einzelnen Auslassungen und Beschönigungen würden wohl für sich allein genommen die Wesentlichkeitsschwelle nicht erreichen, aber im Gesamtbild ergäben sie eine irreführende Darstellung der Ereignisse.

2. Vista haftet ebenfalls

Die Klägerin Luxor hatte auch Vista unter dem Titel der Gehilfenschaft (*aiding and abetting*) eingeklagt. Dies sowohl unter dem Aspekt der Beihilfe zu den von Stoll-

⁵ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

meyer zu verantwortenden Mängeln im Verkaufsprozess, d.h. namentlich dessen Einflussnahme zugunsten von Vista, als auch unter dem Aspekt der mangelhaften Offenlegung in dem Proxy Statement im Hinblick auf die Generalversammlung. Die erste Begründung wurde vom Gericht aus Verfahrensgründen zurückgewiesen, da die Klägerin diesen Vorwurf zu spät erhoben hatte.

Unter dem Aspekt der mangelnden bzw. fehlerhaften Offenlegung hielt die Richterin einen Anspruch jedoch für begründet. Vista habe gewusst, dass das Proxy Statement hinsichtlich der frühen (und unangebrachten) Kontakte zwischen Stollmeyer und Vista unvollständig und irreführend war. Aus einer Reihe von internen Dokumenten und Nachrichten von Vista-Vertretern wurde auch deutlich, dass Vista sich im Klaren war, dass die Offenlegung dieser Kontakte ein schlechtes Licht auf Stollmeyer und auch auf sie selbst werfen würde.

Die Beteiligung an den Treuepflichtverletzungen selbst sah die Richterin darin, dass Vista die Unvollständigkeiten und Irreführungen im Proxy Statement nicht korrigierte oder zumindest Mindbody darauf hinwies, obwohl sie dazu unter den Bestimmungen des Merger Agreement ausdrücklich verpflichtet war. Wie in diesen Vertragsbestimmungen vorgesehen, hatten die Vertreter Vistas die Entwürfe des Proxy Statement mehrmals zur Prüfung erhalten.

3. Der zugesprochene Schadenersatz

Die Richterin sprach Luxor (und der klagenden *class* von Aktionären) Schadenersatz von USD 1 pro Aktie zu, was gesamthaft (ohne die Aktien Stollmeyers und der anderen Beklagten, mit denen zuvor ein Vergleich erzielt worden war) ca. USD 46 Mio. entsprach. Sie stellte fest, dass der Schaden der Aktionäre dem «*lost transaction price*» entspreche, also der Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem bei ordnungsgemäsem Vorgehen mutmasslich erzielten, höheren Transaktionspreis. Zur Bestimmung dieser Differenz sei Sicherheit nicht erforderlich. Vielmehr genüge eine vernünftige Schätzung und die Unsicherheit müsse sich gegen die pflichtverletzende Partei auswirken. Die Richterin hielt dafür, gestützt auf den Ablauf der Preisverhandlungen und vor allem die internen Dokumente von Vista sei es naheliegend, dass Vista jedenfalls USD 1 mehr pro Aktie, d.h. USD 37.50 bezahlt hätte. Vistas Investment Committee hatte eine Preisspanne bis zu USD 40 genehmigt. Ein Transaction Multiple aus einer kürzlich getätigten ähnlichen Akquisition von Vista hätte für Mindbody zu einem Preis von USD 38.50 geführt. Am überzeugendsten fand die Richterin jedoch die internen Wetten des Deal Teams von Vista, welche darauf deuteten, dass Vista gewiss USD 37.50 geboten hätte. Dieser Preis entsprach nach der Einschätzung des Deal Teams dem Endpreis, und über die Hälfte des Deal Teams hatte anscheinend darauf

gewettet, dass der Preis höher sein würde. Dies ergab sich im Beweisverfahren aus Textnachrichten unter den Deal Team-Mitgliedern. Zudem hatten sich zwei ranghohe Mitglieder des Deal Teams dahingehend geäußert, dass USD 37.50 «*a good guess*» sei.

Für den Anspruch aus den Verletzungen der Offenlegungspflicht im Proxy Statement nahm die Richterin noch grösseres Ermessen in Anspruch. Sie sprach ebenfalls einen Anspruch von USD 1 zu, diesmal als *nominal damages*. Die Richterin bezeichnete diesen Schadenersatz ausdrücklich nicht als *compensatory damages* und ergänzte, «*nominal need not be minimal*». Ausschlaggebend war für die Richterin, dass ein um einen Dollar höherer Kaufpreis weder die Transaktion für Vista unattraktiv gemacht hätte, noch damit den klagenden Aktionären ein unerwarteter (und unverdienter) «*windfall gain*» entstehe. Trotzdem wurde dieser Anspruch als konkurrierend mit dem Anspruch auf «*compensatory damages*» erachtet, so dass keine doppelte Belastung dadurch entstand.

Entsprechend wurden Stollmeyer und Vista in solidarischer Haftung zur Zahlung von USD 1 pro Aktie verurteilt, zuzüglich Kosten und Zinsen. Im späteren Entscheid vom 15. November 2023 wurde erkannt, dass die Beklagten nicht berechtigt waren, die Vergleichssumme von USD 27 Mio., welche IVP und deren Vertreter im Verwaltungsrat gemäss einem von diesen zuvor mit den klägerischen Aktionären abgeschlossenen Vergleich an ihre Haftpflicht anzurechnen, weil sie es versäumt hatten, dies rechtzeitig im Verfahren geltend zu machen.

III. Bemerkungen und Beobachtungen

Der vorliegend besprochene Rechtsstreit ist für US-Verhältnisse im Nachgang zu M&A-Transaktionen börsenkotierter Gesellschaften nicht untypisch. Der Sachverhalt ist illustrativ dafür, wie sich die Pflichten bei einem Verkaufsprozess einer börsenkotierten Gesellschaft akzentuieren und wie sie verletzt werden können. Eher aussergewöhnlich ist wohl, dass eine Haftung (auch) des Käufers bejaht wurde. Aus der Sicht eines schweizerischen Juristen sind namentlich die nachfolgend aufgeführten Punkte erwähnenswert:

1. Ansprüche von Aktionären bei Übernahmen börsenkotierter Gesellschaften

Der Erwerb von Mindbody fand zwar im Rahmen einer Fusion statt, doch fällt die Thematik, nämlich die Verhaltenspflichten der Organe beim Verkauf einer börsenkotierten Gesellschaft, nach unserer Konzeption wohl auch in das Recht der öffentlichen Übernahmen. Eine Take Private-Übernahme einer börsenkotierten Ge-

sellschaft für eine Gegenleistung in Geld würde bei uns als öffentliches Übernahmeangebot durchgeführt. Dies schon deshalb, weil eine zwangsweise Barabfindung eine Zustimmung von 90% der stimmberechtigten Aktionäre der Zielgesellschaft voraussetzt (Art. 18 Abs. 5 FusG).

Die Sorgfalts- und Treuepflichten von Organen in Übernahmesituationen sind auch im schweizerischen Recht zentral. Gerichtsentscheidungen dazu sind allerdings eher selten. Ansprüche gegen die Organe aufgrund ihrer Handlungen und Unterlassungen in Übernahmesituationen sind grundsätzlich dem Verantwortlichkeitsrecht zuzuordnen. Im Zusammenhang mit einer Fusion enthält das Fusionsgesetz in Art. 108 FusG eine Haftungsgrundlage. Im Zusammenhang mit einer öffentlichen Übernahme sieht das FinfraG bestimmte Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft vor,⁶ es enthält aber keine eigenen Haftungsnormen.⁷ In der Lehre wird insbesondere für die Pflicht des Verwaltungsrates einer Zielgesellschaft, einen Bericht gemäss Art. 132 FinfraG zu erstellen und vorzulegen und darin wahrheitsgemäss und vollständige Angaben zu machen, eine Organhaftung bejaht.⁸ Daneben ist in diesem Fall eine Haftung aus Art. 41 ff. OR denkbar, da Art. 132 FinfraG (und ggf. weitere Normen) als Schutznormen dienen können.⁹ Schliesslich fände ein öffentliches Übernahmeangebot nach unserer Rechtsordnung unter der Aufsicht der Übernahmekommission statt, wobei Aktionäre mit einer Beteiligung von mindestens drei Prozent Parteistellung im Verfahren beanspruchen können. Durch das von der Übernahmekommission beaufsichtigte Verfahren entsteht damit ein gewisser verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz für Aktionäre der Zielgesellschaft.

Handlungen wie diejenigen Stollmeyers dürften m.E. Verletzungen der allgemeinen Treu- und Sorgfaltspflichten eines Verwaltungsrates begründen, die bei einer Übernahmesituation besonders akzentuiert sind. Zu erwähnen sind hier nochmals Handlungen wie das Anbahnen und Vorantreiben eines Verkaufsprozesses hinter dem Rücken des Gesamtverwaltungsrates, die nicht abgesprochenen Hinweise an Vista, die Verletzungen der Richtlinien über Kommunikation mit Bieter, das Behindern und Verzögern der Bemühungen anderer Bieter,

um Vista einen Vorsprung zu ermöglichen und dies alles in Kombination mit der nicht offen gelegten Präferenz für Vista als Käuferin aufgrund eines persönlichen Wunsches nach einem raschen Exit mit der Aussicht auf Anstellung zu attraktiven Bedingungen. Ob Stollmeyers Wunsch nach einem raschen Exit für sich allein schon einen genügend starken Interessenkonflikt für einen Ausstand als Verwaltungsratsmitglied begründen würde, liesse sich m.E. differenziert sehen: Ein rascher Verkauf muss gegenüber der naturgemäss unsicheren Aussicht auf Wertsteigerung in der Zukunft nicht unbedingt die schlechtere Alternative sein. Dass Aktionäre, die allenfalls vor langer Zeit und zu einem tiefen Preis eingestiegen sind (wie typischerweise Gründer) sich u.U. mit einem tieferen Exit-Preis zufrieden geben, liegt in der Natur der Sache. Auch ein Bedürfnis nach rascher Liquidität begründet m.E. für sich allein nicht einen besonders ausgeprägten Interessenkonflikt, ebenso wenig wie das entgegengesetzte Bedürfnis nach einer langfristigen Anlage. Andererseits scheint der starke Wunsch Stollmeyers nach einer Übernahme durch Vista einer fast naiven persönlichen Vorstellung entsprungen zu sein, wonach Vista die Lösung seiner Probleme sein werde. Stollmeyer hätte seine Präferenz und die Gründe dafür jedenfalls dem Gesamtverwaltungsrat offenlegen müssen, und er hätte den Prozess auf keinen Fall zugunsten des von ihm bevorzugten Bieters (und zum Nachteil der anderen Interessenten) beeinflussen dürfen.

Wie häufig bei Aktionärsklagen handelte es sich um eine Sammelklage (*class action*). Luxor (und mit ihr verbundene Einheiten) klagten als *lead plaintiffs* für sich selbst und für die anderen Aktionäre mit Ausnahme der Beklagten. Die Anwälte der *lead plaintiffs* beantragten und erhielten ein Erfolgshonorar von 33% des zugesprochenen Schadenersatzes, dies zusätzlich zu einem Honorar von USD 7.89 Mio., das ihnen im Rahmen des früher erfolgten Vergleichs mit den Beklagten Liaw and IVP zugesprochen worden war. Dies erscheint auf den ersten Blick als sehr hoch, wird aber relativiert, wenn man berücksichtigt, dass sich das Verfahren seit 2019 hinzog, ein sehr umfangreiches Beweisverfahren stattfand und die Anwälte im Falle des Unterliegens vollständig leer ausgegangen wären. Die Richterin begründete den Honorarentscheid mit dem erreichten Ergebnis, dem Aufwand, der Komplexität, der Erfolgsabhängigkeit und der Expertise der betrauten Anwälte. Auch in diesem Punkt ist der Fall illustrativ für die amerikanische Rechts- und Streitkultur. Man mag Vorbehalte gegen Sammelklagen und Erfolgshonorare haben, aber diese beiden Faktoren begünstigen es, dass derartige Fälle überhaupt eingeklagt werden.

⁶ S. dazu etwa RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 51 ff.

⁷ Hingegen können sich die Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gemäss Art. 153 FinfraG strafbar machen, wenn der Bericht unwahre oder unvollständige Angaben enthält.

⁸ Statt vieler BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 132 N 14 m.w.H.; a.M. DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. Aufl. Zürich 2020, Art. 30 N 80, wonach keine aktienrechtliche Pflicht vorläge (ebenso PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 7 N 176, der im Zusammenhang damit aber u.U. eine Grundlage für die Haftung aus Verletzung der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht erkennt).

⁹ GERICKE/WIEDMER (zit. Fn. 8), Art. 30 N 82.

2. Zum Anspruch gegen Vista

Dass Vista als Erwerber ebenfalls (solidarisch) haftbar gemacht wurde, ist besonders bemerkenswert. Die Haftungsgrundlage der Beihilfe zur Verletzung einer Organpflicht scheint für uns überraschend. Der aktienrechtlichen Organhaftung können nur Organe unterstehen, denn sie knüpft an die Verletzung von Organpflichten an. Die Gehilfenschaft zur Treuepflichtverletzung eines Organs ist allerdings ein etablierter *tort* in den USA. Mögliche Haftungsgrundlagen dafür in der Schweiz wären wohl sittenwidrige Schädigung nach Art. 41 Abs. 2 OR (analog zu der Erfassung der Verleitung zum Vertragsbruch, für welche aber nach der Rechtsprechung besonders stossende Umstände vorausgesetzt sind¹⁰) sowie *culpa in contrahendo* oder die Vertrauenshaftung. Bei einem Käufer, der bewusst Treuepflichtverletzungen eines Organs ausnutzt oder dieses dazu verleitet, wären solche Ansprüche nicht unvorstellbar. Im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot könnte sich u.U. auch die Frage der Haftung für einen unrichtigen oder unvollständigen Angebotsprospekt stellen.¹¹

Die wissentliche Teilnahme (*knowing participation*) Vistas an der unvollständigen und irreführenden Darstellung des Transaktionsablaufes im Proxy Statement wurde darin gesehen, dass Vista es unterlassen hatte, die entsprechenden Passagen im Proxy Statement richtig zu stellen, obwohl sie dazu gemäss den Bestimmungen des *Merger Agreement* verpflichtet gewesen wäre. Im Ergebnis wird damit Vista ähnlich behandelt, wie wenn diese Vertragspflicht zu Gunsten der ehemaligen Aktionäre von Mindbody gelten würde.

Die Erfassung von Käufern als mögliche haftpflichtige Personen birgt für Käufer Risiken. Es besteht nach dem Entscheid eine solidarische Haftung mit dem treuwidrig oder unsorgfältig handelnden Organ selbst. Dies bedeutet für klägerische Aktionäre eine zusätzliche haftpflichtige Person, bei der ein solches Haftungsrisiko u.U. nicht versichert ist, die allenfalls auch negative Publizität befürchten muss und daher unter Vergleichsdruck stehen könnte. Kaufinteressenten tun jedenfalls gut daran, ein Auge darauf zu haben, ob sie allenfalls von einem ihnen gewogenen Mitglied des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung ohne Kenntnis des Verwaltungsrates bevorzugt werden.

3. Zum Schadenersatz und der Kausalität

Die Schadenersatzbemessung der Richterin ist ebenfalls bemerkenswert. Man mag einwenden, die Annahme, dass Vista jedenfalls einen Dollar mehr, also USD 37.50 pro Aktie bezahlt hätte, sei spekulativ. Die von der Richterin angeführten Umstände legten dieses Ergebnis indes tatsächlich nahe. Schliesslich hatten Vertreter von Vista selbst die USD 37.50 in internen Textnachrichten als «*a good guess*» des erwarteten Verhandlungsergebnisses bezeichnet. Vista konnte keine Belege oder Hinweise dafür anführen, wonach sie nicht tatsächlich in dieser Höhe geboten hätte. Rein dogmatisch lässt sich die *lost transaction theory* unter der Differenztheorie nicht beanstanden, der Schaden besteht in einem entgangenen Gewinn. Heikel ist dabei aber neben dem Schadensausmass die Kausalität, d.h. ob der Preis bei pflichtgemäsem Verhalten der haftpflichtigen Person tatsächlich höher ausgefallen wäre.

Ob die Voraussetzung der Kausalität hier tatsächlich erfüllt ist, ist m.E. allerdings fraglich: Es scheint sehr wohl vorstellbar, dass Vista auch bei pflichtgemäsem Verhalten von Stollmeyer rascher gehandelt hätte als die anderen interessierten Parteien und dass sie versucht hätte, mit einem frühzeitigen Angebot und einer kurzen Annahmefrist den Verwaltungsrat von Mindbody unter Druck zu setzen. Dass bei pflichtgemäsem Verhalten Stollmeyers andere Bieter für Wettbewerbsdruck gesorgt hätten, ist möglich, doch liegt es nicht auf der Hand. Ein Entscheid, Vistas zweites Angebot über USD 36.50 anzunehmen, wäre in diesem Fall unter den Schutzbereich der Business Judgment Rule gefallen. Genau betrachtet ist es somit nicht so sehr die Schadenshöhe, sondern die Kausalität, bei welcher sich die Richterin grosszügig gezeigt hat.

Der Schadenersatz für die Verletzungen der Offenlegungspflichten stützte sich auf das uns fremde Konzept von *nominal damages*. Die Aktionäre seien um die Möglichkeit gebracht worden, in Kenntnis aller relevanten Umstände über die Fusion abzustimmen. Der Wert dieser Einbusse könne nicht genau bestimmt werden, aber ein Dollar pro Aktie sei angemessen. Die Entscheidung scheint in diesem Punkt nicht frei von pönalen oder auf Abschreckung gerichteten Motiven. Vielleicht wurde es von der Richterin einfach als passend empfunden, dass Stollmeyer und Vista gleichermaßen verantwortlich sind.

¹⁰ BGE 108 II 305, 312. (Unter Art. 4 UWG wird ausserdem die Verleitung zum Vertragsbruch in bestimmten Fällen für unlauter und damit rechtswidrig erklärt.)

¹¹ Das FinfraG enthält für den Angebotsprospekt keine Haftungsnorm. In der Lehre wird eine Haftung aus Art. 41 OR postuliert. Seit dem 1. Februar 2024 sind vorsätzlich unwahre oder unvollständige Angaben in einem Angebotsprospekt oder einer Voranmeldung gemäss Art. 151a FinfraG strafbewehrt und man wird m.E. Art. 127 FinfraG und den Bestimmungen der Übernahmeverordnung Schutznormcharakter zusprechen können.