

Die Angemessenheit von Abfindungen und Prozesskostentragung bei Squeeze-Out-Fusionen

Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4A_96/2011 vom 20. September 2011 i.S. A und B (Beschwerdeführer) gegen X-AG (Beschwerdegegnerin), auszugsweise publiziert als BGE 137 III 577

Mit Bemerkungen von lic. iur. Matthias Trautmann und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, Universität Zürich*

Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt und Prozessgeschichte**
 - 1. Sachverhalt
 - 2. Prozessgeschichte
- II. Erwägungen der Gerichte**
 - 1. Erwägungen des Kantonsgerichts Wallis
 - 1.1 Zur Angemessenheit
 - 1.2 Zur Prozesskostentragung
 - 2. Erwägungen des Bundesgerichts
 - 2.1 Zur Angemessenheit
 - 2.2 Zur Prozesskostentragung
- III. Bemerkungen**
 - 1. Grundsatz der relativen mitgliedschaftlichen Kontinuität
 - 1.1 Allgemein
 - 1.2 Überprüfungsklage
 - 2. Ausnahmen vom Grundsatz
 - 2.1 Spitzenausgleich
 - 2.2 Barabfindungsfusion
 - 2.2.1 Wahlweise Abfindung
 - 2.2.2 Squeeze Out Merger
 - 2.2.3 Dreiecksfusion (Triangular Merger)
 - 3. Angemessenheit beim Squeeze Out
 - 3.1 Allgemein
 - 3.2 Dreiecksfusion (Triangular Merger)
 - 3.3 Back-End Merger
 - 3.4 Richterliche Angemessenheitsprüfung
 - 3.5 Bemerkungen zur Argumentation der Gerichte
 - 4. Prozesskostentragung
 - 4.1 Grundsatz
 - 4.2 Rechtsprechung zu Art. 105 Abs. 3 FusG
 - 4.3 Kostentragung vor Bundesgericht
 - 4.4 Bemerkungen zur Rechtsprechung
 - 4.4.1 Zur Kostentragung im erstinstanzlichen Verfahren
 - 4.4.2 Zur Kostentragung vor Bundesgericht
- IV. Fazit**

I. Sachverhalt und Prozessgeschichte

1. Sachverhalt

Drei Grossaktionäre der damaligen X-AG-alt verkauften am 17. Mai 2005 insgesamt 12412 Inhaberaktien an die M-AG. Die M-AG verfügte anschliessend über 44,3% des Aktienkapitals und der Stimmrechte der X-AG-alt und war gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG verpflichtet, den Publikumsaktionären

der X-AG-alt ein Übernahmeangebot zu unterbreiten. Gemäss dem betreffenden öffentlichen Kauf-/Tauschangebot vom 4. Juli 2005 berechnete sich das Angebot für eine im Publikum befindliche Inhaberaktie der X-AG-alt mit CHF 300.– Nennwert zum Bezug von drei Namenaktien der M-AG mit CHF 100.– Nennwert zuzüglich CHF 250.– in bar. Bereits mit diesem Angebot hatte die M-AG kommuniziert, die X-AG-alt als selbständige Unternehmenseinheit in die X-Gruppe integrieren zu wollen. Hierzu sollte die X-AG-alt allenfalls mit einer von der M-AG kontrollierten Gesellschaft fusioniert werden, und die Minderheitsaktionäre der X-AG-alt sollten allenfalls eine anderweitige Abfindung anstelle von Anteilsrechten erhalten. Nach Vollzug des Angebots hielt die M-AG 95,55% des Aktienkapitals und der Stimmrechte der X-AG-alt.

Am 9. September 2005 schlossen die M-AG, ihre 100-prozentige Tochtergesellschaft N-AG und die X-AG-alt einen Fusionsvertrag, gemäss dem die N-AG die X-AG-alt rückwirkend auf den 1. Juli 2005 absorbieren sollte und den Minderheitsaktionären für eine Inhaberaktie der X-AG-alt drei Namenaktien der M-AG zuzüglich CHF 250.– in bar auszugeben waren. Gleichentags veröffentlichten die beteiligten Verwaltungsräte ihren gemeinsamen Fusionsbericht und jenen des gemeinsamen Prüfers. Nach Löschung der X-AG-alt wurde die übernehmende N-AG in X-AG umfirmiert.

2. Prozessgeschichte

Am 22. Dezember 2005 begehrteten A und B, zwei vormalige Minderheitsaktionäre der X-AG-alt, beim Bezirksgericht Visp, die X-AG sei zu verpflichten, den Minderheitsaktionären der X-AG-alt, die ihre Aktionärsstellung mit Vollzug der Fusion verloren hatten, eine vom Gericht festzulegende angemessene Ausgleichszahlung gemäss Art. 105 FusG zu leisten. Eventualiter seien dem B für seine 416 Aktien der X-AG-alt CHF 166400.– und dem A für seine 124 Aktien der X-AG-alt CHF 49600.– als Ausgleichszahlung zu leisten. Auf Begehren der Parteien ernannte der Bezirksrichter zwei Gerichtsexperten zur Bewertung der M-AG und der X-AG-alt. Das Gutachten vom 8. April 2008 wurde auf Begehren der Parteien am 23. Dezember 2008 ergänzt. Am 13. März 2009 verlangten die Kläger die Einholung einer Oberexpertise und legten neue Belege bei. Dies

* Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

wies der Bezirksrichter ab. Den abweisenden Zwischenentscheid bestätigte die Kassationsbehörde des Kantons Wallis mit Urteil vom 6. Mai 2010 auf Nichtigkeitsbeschwerde hin. Am 6. April 2009 überwies der Bezirksrichter die Streitsache zur Beurteilung an das gemäss Walliser Zivilprozessordnung erstinstanzlich zuständige Kantonsgericht, das die Klage abwies und der Beklagten Gerichtskosten von CHF 148 000.– auferlegte sowie den Klägern eine Parteientschädigung von CHF 12 000.– zusprach. Die Beschwerdeführer beantragten vor Bundesgericht die Aufhebung des kantonsgerichtlichen Urteils und des Urteils der Kassationsbehörde sowie die Erhöhung der Parteientschädigung auf CHF 15 000.–. Das Bundesgericht wies die Beschwerde ab und auferlegte den Beschwerdeführern Gerichtskosten von CHF 8000.–.

II. Erwägungen der Gerichte

1. Erwägungen des Kantonsgerichts Wallis

1.1 Zur Angemessenheit

Von rechtlichen Erwägungen zur mitgliedschaftlichen Kontinuität im Fusionsrecht ausgehend, führt das Kantonsgericht Wallis in seinem Entscheid Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010 zum Beweismass aus, dass das Gericht mit einer derart hohen Wahrscheinlichkeit von der Unangemessenheit des Umtauschverhältnisses bzw. der Abfindung überzeugt sein müsste, dass nicht mehr mit der Möglichkeit des Gegenteils gerechnet werden könne.¹

Im Fusionsvertrag erläuterten die Verwaltungsräte der X-AG-alt und der M-AG die Berechnung des Umtauschverhältnisses, wobei sie sich auf Gutachten der F-AG stützten, die einen inneren Wert einer Inhaberaktie der X-AG-alt von CHF 1216.– und einer Namenaktie der M-AG von CHF 485.– ermittelte. Die Gutachten der F-AG stützten sich wiederum auf Gutachten, die im Vorfeld der Übernahmeverhandlungen in Auftrag gegeben worden waren. Die Verwaltungsräte berücksichtigten bei der Festsetzung der Abfindung, dass im Rahmen des Angebots an die Publikumsaktionäre der X-AG-alt eine Barkomponente von CHF 250.– ausgerichtet wurde, weshalb die Ab-

findung der Minderheitsaktionäre aus Gründen der Gleichbehandlung zu gleichen Bedingungen erfolgen sollte.² Die Verwaltungsräte argumentierten in ihrem gemeinsamen Fusionsbericht des Weiteren, dass die Minderheitsaktionäre Aktien der Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft erhalten würden und so trotz Abfindung am Betrieb der X-AG-alt beteiligt blieben. Auch die gemeinsam beauftragte Prüfgesellschaft kam in ihrem Bericht zum Schluss, dass die Unternehmensbewertungen im Hinblick auf die angewandte Methode vertretbar und angemessen seien.³ Die beiden vom Bezirksgericht beauftragten Sachverständigen untersuchten die von den Klägern als fehlerhaft erachteten Bewertungen und überprüften verschiedene Beteiligungen und Liegenschaften im Eigentum der M-AG und Beteiligungen der X-AG-alt.⁴ Sie nahmen ebenfalls die von der F-AG hauptsächlich angewandte ertragswertorientierte DCF-Methode unter die Lupe und schlossen sich dieser grundsätzlich an. Die Kläger monierten, die Marktrisikoprämie von 4,5% sei zu hoch angesetzt. Von 4,5% ausgehend errechneten die Experten für drei Aktien der M-AG zuzüglich CHF 250.– in bar einen Wert von CHF 1461.– bis CHF 1502.–, dies im Vergleich zum inneren Wert einer X-AG-alt-Aktie von CHF 1380.–.⁵ Bei der von den Gutachtern als optimal angesehenen Marktrisikoprämie von 3,34% errechneten sie einen Wert der Abfindungsleistung in der Bandbreite CHF 1459.– bis CHF 1501.– im Gegensatz zu einem inneren Wert der X-AG-alt-Aktie von CHF 1568.–. Selbst bei einer solchen Abfindung sei angesichts der Gleichbehandlung aller Aktionäre noch nicht von einer übermässigen vermögens- und mitgliedschaftsrechtlichen Schlechterstellung zu sprechen, so das Kantonsgericht.⁶ Die Gerichtsexperten erachteten die angewandte Marktrisikoprämie von 4,5% ausdrücklich als vertretbar.⁷ Im Weiteren setzt sich das Kantonsgericht eingehend mit

² Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 13, E. 5.a.aa.

³ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 14, E. 5.a.cc.

⁴ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 15 f., E. 5.c.aa, bb.

⁵ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 20 f., E. 5.c.ee.

⁶ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 31, E. 5.f.

⁷ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 21, E. 5.c.ee.

¹ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 12, E. 4.c m.w.H.

verschiedenen Aspekten der Bewertung sowie dem massgeblichen Beurteilungszeitpunkt auseinander. Bezüglich Letzterem stellt das Kantonsgericht fest, dass die Kläger ihrer Beweis- und Behauptungspflicht nicht nachgekommen seien, weshalb Vermögensveränderungen zwischen dem Zeitpunkt des Bewertungsberichts und demjenigen der Beschlussfassung durch die Generalversammlungen als nicht gegeben anzunehmen seien.⁸

Grundsätzlich stellten die Gutachter einige Bewertungsfehler fest,⁹ kamen jedoch zu dem Ergebnis, dass den Minderheitsaktionären Abfindungen bezahlt wurden, die zwischen CHF 81.– und CHF 122.– oder zwischen 6% und 9% über dem inneren Wert einer Aktie der X-AG-alt lägen.¹⁰

1.2 Zur Prozesskostentragung

Bezüglich der Kostenverteilung gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG stellt das Kantonsgericht fest, dass nicht erwiesen sei, dass besondere Umstände vorlägen, die eine Kostentragung seitens der Kläger rechtfertigen würden. Aus diesem Grund auferlegte das Kantonsgericht die Gerichtskosten der Beklagten.¹¹

2. Erwägungen des Bundesgerichts

2.1 Zur Angemessenheit

In seinem Entscheid 4A_96/2011 vom 20. September 2011 stellt das Bundesgericht zunächst fest, dass die Beschwerdeführer hinsichtlich der Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten¹² sowie bezüglich relevanter Wertveränderungen zwischen Vertragsschluss und Generalversammlung¹³ ungenügend substantiierte Kritik an vorinstanzlichen Tatsachenfeststellungen üben. Im Weiteren setzt sich das Bundesgericht mit der als methodisch fehlerhaft gerügten Bewertung auseinander. Bei dieser gelte der

zulässige Ermessensspielraum erst dann als überschritten, wenn die Abfindung auf falschen oder unvollständigen Annahmen beruhe oder anerkannte Bewertungsgrundsätze oder -methoden nicht oder unzutreffend angewandt würden.¹⁴ Gemäss Bundesgericht kommt den fusionierenden Gesellschaften bei der Wahl der Bewertungsmethode und der relevanten Umstände ein erheblicher Ermessensspielraum zu. Bei der Prüfung der gerichtlichen Expertisen habe sich der Richter Zurückhaltung aufzuerlegen.¹⁵ Die Anwendung des arithmetischen Mittels entspreche häufiger Praxis. Somit läge keine Ermessensüberschreitung vor, weshalb das Bundesgericht die Beschwerde abwies.¹⁶

2.2 Zur Prozesskostentragung

Das Bundesgericht setzt sich des Weiteren mit der Frage auseinander, ob die Kostentragung gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG zulasten der Gesellschaft auch vor Bundesgericht Anwendung findet. Da der Gesetzgeber in der ZPO für bestimmte Klageverfahren aus sozialpolitischen Gründen Kostenfreiheit, vor Bundesgericht aber eine reduzierte Kostenpflicht vorgesehen hat, rechtfertige sich eine Differenzierung zwischen vorinstanzlichem und bundesgerichtlichem Verfahren im Verfahren gemäss Art. 105 FusG ebenso, wie gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung zu Art. 759 Abs. 2 OR. Im Gegensatz zum erstinstanzlichen Verfahren entfielen vor Bundesgericht erhebliche Kosten für Beweiserhebungen, weshalb das Kostenrisiko geringer sei und sich Prozesskosten für Beschwerden vor Bundesgericht bei Klagen gemäss Art. 105 Abs. 1 FusG nicht unbedingt prohibitiv auswirkten, zumal die Beschwerdeführer ein erhebliches eigenes finanzielles Interesse hätten.¹⁷ Gemäss Art. 66 Abs. 1 BGG tragen die Beschwerdeführer somit die Gerichtskosten von CHF 8000.– hälftig und werden verpflichtet, der Beschwerdegegnerin CHF 9000.– Entschädigung zu leisten.

⁸ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 23 f., E. 5.d.bb.

⁹ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 22, E. 5.d.aa.

¹⁰ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 25 f., E. 5.d.cc.

¹¹ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 32, E. 6.a.

¹² Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 1.5.

¹³ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 2.1–2.4.

¹⁴ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 5.4 m.w.H.

¹⁵ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 5.4 a.E.

¹⁶ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 5.5, 8.1.

¹⁷ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 8.4.

III. Bemerkungen

1. Grundsatz der relativen mitgliedschaftlichen Kontinuität

1.1 Allgemein

Gemäss dem in Art. 7 Abs. 1 FusG für die Fusion verankerten Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität haben Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft Anspruch auf Anteils- und Mitgliedschaftsrechte an der übernehmenden Gesellschaft im Umfang ihrer bisherigen Anteils- und Mitgliedschaftsrechte. Hierbei sind das Vermögen der beteiligten Gesellschaften, die Verteilung der Stimmrechte und alle anderen relevanten Umstände bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses zu berücksichtigen. Dieser Grundsatz ist bei allen Strukturveränderungen nach FusG anwendbar.¹⁸ Dass die mitgliedschaftliche Kontinuität nur relativer Natur sein kann, ist dem Konzept der Strukturveränderungen immanent: Gesellschafter werden Teil eines anderen Rechtsträgers, eines grösseren Ganzen, womit notwendigerweise eine Verwässerung der Stimmkraft einhergeht.¹⁹ Es besteht kein Anspruch auf uneingeschränkte Weitergeltung bisheriger Rechte und Pflichten. Materielle Änderungen der Rechte und

Pflichten im für die Umstrukturierung notwendigen Umfang müssen hingenommen werden.²⁰

1.2 Überprüfungsklage

Die Teilhaber der beteiligten Gesellschaften haben die Möglichkeit, die Wahrung des Prinzips der mitgliedschaftlichen Kontinuität mittels Klage gemäss Art. 105 Abs. 1 FusG überprüfen und bei Verletzung allenfalls korrigieren zu lassen. Es handelt es sich um eine neuartige Zivilklage, bei welcher der Richter inhaltlich-gestaltend in die unternehmerische Transaktion eingreifen kann.²¹ Hierbei soll die jeweilige Transaktion aufrechterhalten und nur in ihren wirtschaftlichen Auswirkungen korrigiert werden.²² Aktivlegitimiert sind alle Gesellschafter, die von der Transaktion in ihrer mitgliedschaftlichen Stellung betroffen sind, also sowohl jene der übertragenden als auch jene der übernehmenden Gesellschaft.²³ Fraglich ist, ob derjenige Gesellschafter, der dem Umstrukturierungsbeschluss zugestimmt hat, seine Aktivlegitimation verliert. Nach der hier vertretenen Auffassung muss im Klagen trotz irrtumsfreier Zustimmung ein *venire contra factum proprium* und somit ein Verstoss gegen das Rechtsmissbrauchsverbot im Sinne von Art. 2 Abs. 2 ZGB gesehen werden.²⁴ Die vergleichbare Rechtsprechung zu Anfechtungsklagen gegen Generalversammlungsbeschlüsse sollte

¹⁸ So explizit Art. 31 Abs. 1 i.V.m. Art. 7 FusG für die Spaltung; Art. 56 Abs. 1 FusG schreibt zwar für die Umwandlung die Wahrung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte vor, enthält jedoch keinen Verweis. Unseres Erachtens kommt Art. 7 FusG auch bei der Umwandlung sinngemäss zur Anwendung, kann diese doch nicht unerhebliche Veränderungen hinsichtlich der Natur der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte mit sich bringen. Vgl. zur Umwandlung *Hans Caspar von der Crone/Andreas Gersbach/Franz J. Kessler/Martin Dietrich/Katja Berlinger*, Das Fusionsgesetz, Zürich 2004 (zit. von der Crone et al.), Nr. 770 f.; *Dieter Gericke*, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt/Rudolf Tschäni/Daniel Daeniker (Hrsg.), Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel/Genf/München 2005, N 7 ff. zu Art. 56 FusG; bei der Vermögensübertragung gemäss Art. 69 ff. FusG findet der Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität keine Anwendung, da hier Anteils- und Mitgliedschaftsrechte nicht tangiert werden.

¹⁹ *Karin Eugster*, Die Überprüfung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte nach Art. 105 FusG, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2006, Nr. 60; *Hans Caspar von der Crone/Sarah Dobler/Karin Eugster*, Privatrechtliche Aspekte der Ausgleichsleistungen und Abfindungen gemäss FusG, in: Ernst A. Kramer/Peter Nobel/Robert Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli, Zürich 2006, 243 ff., 244; *Marc Amstutz/Ramon Mabillard*, Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel 2008, N 9 zu Art. 7 FusG.

²⁰ *Reto Sanwald*, Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH, Diss. Zürich 2009, 423 f.

²¹ *Amstutz/Mabillard* (Fn. 19), N 3 zu Art. 105 FusG; *Paul Bürgi/Lukas Glanzmann*, in: Baker & McKenzie (Hrsg.), Fusionsgesetz, Bern 2003, N 1 zu Art. 105 FusG.

²² *Felix C. Meier-Dieterle*, in: Peter Gauch/Jörg Schmid (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum Fusionsgesetz, Zürich 2004, Vor Art. 105–108 FusG N 10; *Bürgi/Glanzmänn* (Fn. 21), N 1 zu Art. 105 FusG; *Dieter Dubs*, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt/Rudolf Tschäni/Daniel Daeniker (Hrsg.), Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel/Genf/München 2005, N 1 zu Art. 105 FusG.

²³ *Daniel Emch*, System des Rechtsschutzes im Fusionsgesetz, Diss. Bern 2006, 134.

²⁴ *Gl.M. Amstutz/Mabillard* (Fn. 19), N 20 zu Art. 105 FusG; *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, N 260 zu § 3; *Bürgi/Glanzmänn* (Fn. 21), N 13 zu Art. 105 FusG; *Dubs* (Fn. 22), N 42 zu Art. 105 FusG; *Urs Schenker*, Die Fusion, AJP 2004, 772 ff., 778, Fn. 65; *Alexander Vogel/Christoph Heiz/Urs Behnisch*, in: Kommentar zum Fusionsgesetz, Zürich 2005, N 10 zu Art. 105 FusG; von der Crone et al. (Fn. 18), Nr. 1031; a.M. *Emch* (Fn. 23), 134 f.; *Eugster* (Fn. 19), Nr. 365; *Meier-Dieterle* (Fn. 22), N 13 zu Art. 105 FusG.

hier analog Anwendung finden.²⁵ Die Passivlegitimation ist dem Gesetzestext nicht zu entnehmen, doch besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass die übernehmende Gesellschaft Beklagte ist, was sich im Übrigen auch aus der Kostentragungsregel von Art. 105 Abs. 3 FusG ableiten lässt.²⁶

2. Ausnahmen vom Grundsatz

2.1 Spitzenausgleich

Den Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität einschränkend, darf zusätzlich zu den umzutauschenden Anteils- und Mitgliedschaftsrechten an der übernehmenden Gesellschaft eine Ausgleichszahlung entrichtet werden. Dieser sog. Spitzenausgleich darf 10% des wirklichen Werts der Anteile nicht übersteigen.²⁷ Er soll dem praktischen Bedürfnis Rechnung tragen, Bruchteile von Anteils- und Mitgliedschaftsrechten ausgleichen zu können, ohne vor einer Fusion die Aktienkapitalstruktur, beispielsweise durch Aktiensplit, anpassen zu müssen.²⁸ Der Spitzenausgleich kann in bar oder in natura ausgerichtet werden.²⁹

2.2 Barabfindungsfusion

2.2.1 Wahlweise Abfindung

Als weitere Ausnahme vom Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität erlaubt Art. 8 Abs. 1 FusG zunächst, dass den Gesellschaftern wahlweise eine Abfindung oder Gesellschaftsanteile der übernehmenden Gesellschaft ausgerichtet werden. Dieses Wahlrecht muss im Fusionsvertrag ausdrücklich vorgesehen werden.³⁰ Wie auch beim *Squeeze Out Merger* ist eine Abfindung nicht zwangsläufig in Bargeld zu entrichten.³¹ Die ausgerichtete Abfindung muss in

ihrer Höhe angemessen sein und unterliegt der Prüfung gemäss Art. 105 FusG.³²

2.2.2 Squeeze Out Merger

Art. 8 Abs. 2 FusG ermöglicht es, Gesellschafter aus der übertragenden Gesellschaft zwangsweise gegen eine Abfindung auszuschliessen.³³ Da ein solcher Ausschluss den Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität durchbricht und einer privatrechtlichen Enteignung gleichkommt, ist er auf 10% der Anteilsrechte beschränkt. Dies ergibt sich aus Art. 18 Abs. 5 FusG, der «die Zustimmung von 90 Prozent der stimmberechtigten Gesellschafterinnen und Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft» erfordert. Diese Bestimmung wird in verschiedener Hinsicht kontrovers diskutiert. Dass in der rechtsformneutralen Formulierung die Statuierung des Kopfstimmenprinzips zu ersehen sei, lehnt die Lehre zunächst mehrheitlich ab.³⁴ Hierfür spricht klarerweise die kapitalbezogene Struktur der Aktiengesellschaft. Die Formulierung «90 Prozent der Gesellschafterinnen und Gesellschafter» ist rechtsformspezifisch auszulegen, womit sie für die Aktiengesellschaft «90 Prozent der stimmrechtsvermittelnden Aktienanteile» bedeuten muss. Das Kopfstimmenprinzip würde die Barabfindungsfusion bei Gesellschaften mit bis zu neun

³² Hierzu hinten, III.3.1.

³³ Sog. *Squeeze Out*-, *Freeze Out*-, oder *Cash Out-Merger*.

³⁴ *Thomas Gelzer*, in: Peter Gauch/Jörg Schmid (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum Fusionsgesetz, Zürich 2004, N 33 zu Art. 18 FusG; *Lukas Glanzmann*, Umstrukturierungen, Bern 2006 (zit. *Glanzmann*, Umstrukturierungen), Nr. 533; *Annemarie Nussbaumer*, Abfindungsfusion oder Kraftloserklärung nach öffentlichem Übernahmeangebot?, in: Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Zürich 2007, 365 ff., 367; *Patrick Schleiffer*, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt/Rudolf Tschäni/Daniel Daeniker (Hrsg.), Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel/Genf/München 2005, N 37 zu Art. 18 FusG; *Tschäni/Papa* (Fn. 29), N 10 zu Art. 8 FusG; *Vogel/Heiz/Behmisch* (Fn. 24), N 31 zu Art. 18 FusG; *Ulysses von Salis-Lütolf*, Das Fusionsgesetz, Zürich 02/2004, <fusionsgesetz.ch>, 47; a.M. *Michel Hopf*, Die fusionsrechtlichen Meliorationsverfahren, REPRAX 3/2005, 1 ff., 6; *Hanspeter Kläy*, Das Fusionsgesetz – ein Überblick, Der bernische Notar (BN) 2004, 184 ff., 194 ff.; *Sanwald* (Fn. 20), 455; *Roland von Büren/Mark Mauerhofer*, Zur Wahrung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte bei Fusionen von abhängigen Konzernunternehmen mit Dritten, in: Eugen Bucher/Claus-Wilhelm Canaris/Heinrich Honsell/Thomas Koller (Hrsg.), Norm und Wirkung, Festschrift für Wolfgang Wiegand zum 65. Geburtstag, Bern 2005, 767 ff., 770 f.

²⁵ Vgl. *Dieter Dubs/Roland Truffer*, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 3. Aufl., Basel 2008, N 6 f. zu Art. 706 OR.

²⁶ *Eugster* (Fn. 19), Nr. 366 m.w.H.

²⁷ Art. 7 Abs. 2 FusG.

²⁸ Vgl. *Amstutz/Mabillard* (Fn. 19), N 26 zu Art. 7 FusG.

²⁹ *Amstutz/Mabillard* (Fn. 19), N 27 zu Art. 7 FusG; *Rudolf Tschäni/Roberta Papa*, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt/Rudolf Tschäni/Daniel Daeniker (Hrsg.), Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel 2005, N 28 zu Art. 7 FusG.

³⁰ Art. 13 Abs. 1 lit. b FusG.

³¹ Hierzu hinten, III.2.2.3.

Aktionären nur bei Einstimmigkeit zulassen und des Weiteren zu unbilligen Ergebnissen führen: hielten neun Aktionäre je 1% der Stimmrechte, könnten sie den Mehrheitsaktionär, der 91% hält, ausschliessen.³⁵

Umstritten ist des Weiteren auch, ob sich die 90% der Stimmanteile auf die Gesamtheit aller Stimmrechte oder auf die an der Generalversammlung vertretenen Stimmen beziehen. Bei einer rechtsformspezifischen Lesart der Bestimmung kann nur der Kontext von Art. 703 OR massgeblich sein, der für die Aktiengesellschaft den Grundsatz statuiert, dass auf die vertretenen Stimmen abzustellen ist, weshalb es auch bei der Abfindungsfusion auf die vertretenen Stimmen ankommen muss.³⁶

Darüber hinaus ist umstritten, ob zusätzlich eine bestimmte Kapitalmehrheit erforderlich ist. Die Ansichten gehen hier weit auseinander: Einerseits wird vertreten, die Bestimmung impliziere die erforderliche Zustimmung von 90% aller Nennwerte,³⁷ andererseits von 90% der an der Generalversammlung vertretenen Nennwerte.³⁸ Im Kontext der allgemeinen aktienrechtlichen Bestimmungen, die bei qualifizierten Quoren neben einer Stimmenmehrheit auch eine Kapitalmehrheit vorsehen, um allfällig bestehenden Stimmrechtsaktien Rechnung zu tragen, führt die rechtsformspezifische Lesart zum Schluss, dass eine Kapitalmehrheit auch im Rahmen der Abfindungsfusion nötig ist. Art. 18 Abs. 5 FusG ist hier jedoch im Kontext von Abs. 1 zu lesen, der in lit. a das absolute Mehr der vertretenen Nennwerte für Fusionsbeschlüsse allgemein vorsieht. Abs. 5 verschärft nur das Quorum bezüglich der vertretenen Stimmen, weshalb unseres Erachtens das absolute Mehr der vertretenen Aktiennennwerte auch bei Abfindungsfu-

sionen gilt.³⁹ Für eine irgendwie geartete Zustimmung von 90% der Nennwerte ist nach der hier vertretenen Auffassung keine gesetzliche Grundlage ersichtlich.

In der Praxis der Handelsregisterbehörden wird die Zustimmung von 90% sämtlicher Stimmrechte verlangt, hinsichtlich des Nennwerterfordernisses hat sich das *Eidgenössische Handelsregisteramt* – soweit ersichtlich – noch nicht geäussert.⁴⁰

Die im Rahmen eines *Squeeze Out Merger* zu leistende Abfindung muss in ihrer Höhe angemessen sein⁴¹ und kann in Barmitteln oder in natura ausgerichtet werden.⁴²

2.2.3 Dreiecksfusion (Triangular Merger)

Bei der Dreiecksfusion,⁴³ einer Unterart des *Squeeze Out Merger*, wird keine Barabfindung, sondern eine Abfindung in natura, nämlich in Form von Anteils- und Mitgliedschaftsrechten einer Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft geleistet. Sie wird grundsätzlich als zulässig erachtet.⁴⁴ Eine Abfindung ist grundsätzlich nicht zwingend in Barmitteln zu leisten; die als Abfindung ausgerichteten Vermögenswerte müssen jedoch mindestens marktfähig, d.h. leicht realisierbar sein, wobei die im Zusammenhang mit der Sachdividende entwickelten Grundsätze⁴⁵ herangezogen werden können.⁴⁶ In der Lehre wird die Meinung vertreten, von der Marktfähigkeit

³⁵ *Sanwald* (Fn. 20), 454 f.

³⁶ Gl.M. *Eugster* (Fn. 19), Nr. 315; *Lukas Glanzmann*, Die Kontinuität der Mitgliedschaft im neuen Fusionsgesetz, *AJP* 2004, 139 ff., 151 (zit. *Glanzmann*, Kontinuität); *Roger Groner*, Barabfindungsfusion (Cash Out Merger), *SJZ* 99 (2008), 393 ff., 400; *von der Crone/Dobler/Eugster* (Fn. 19), 248; *von der Crone et al.* (Fn. 18), Nr. 384; a.M. *Amstutz/Mabillard* (Fn. 19), N 29 zu Art. 18 FusG; *Gelzer* (Fn. 34), N 33 zu Art. 18 FusG; *Sanwald* (Fn. 20), 454; *Schleiffer* (Fn. 34), N 37 zu Art. 18 FusG; *Tschäni/Papa* (Fn. 29), N 10 zu Art. 8 FusG.

³⁷ *Gelzer* (Fn. 34), N 34 zu Art. 18 FusG; *Schleiffer* (Fn. 34), N 37 zu Art. 18 FusG; *Tschäni/Papa* (Fn. 29), N 11 zu Art. 8 FusG; *Vogel/Heiz/Behnisch* (Fn. 24), N 34 zu Art. 18 FusG.

³⁸ *Glanzmann*, Kontinuität (Fn. 36), 151; *ders.*, Umstrukturierungen (Fn. 34), Nr. 533; *Groner* (Fn. 36), 400.

³⁹ Gl.M. *Amstutz/Mabillard* (Fn. 19), N 28 zu Art. 18 FusG; *Eugster* (Fn. 19), Nr. 315; *Hopf* (Fn. 34), 15; *von der Crone/Dobler/Eugster* (Fn. 19), 248; *von der Crone et al.* (Fn. 18), Nr. 384; für einen umfassenden Überblick über die verschiedenen Lehrmeinungen siehe *Tschäni/Papa* (Fn. 29), N 10 f. zu Art. 8 FusG.

⁴⁰ Eidgenössisches Amt für das Handelsregister, Kurzkomentar zu den Bestimmungen der Handelsregisterverordnung zum Fusionsgesetz vom 11. Oktober 2004, REPRAX 2–3/2004, 1 ff., 30.

⁴¹ Art. 105 FusG; hierzu hinten, III.3.1.

⁴² Hierzu hinten, III.2.2.3.

⁴³ Sog. *Triangular Merger*.

⁴⁴ Statt vieler *Glanzmann*, Umstrukturierungen (Fn. 34), Nr. 238 m.w.H.

⁴⁵ Vgl. hierzu *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, N 64 ff. zu § 40.

⁴⁶ *von der Crone et al.* (Fn. 18), Nr. 356; im Ergebnis gl.M. *Glanzmann*, Umstrukturierungen (Fn. 34), Nr. 238; *Tschäni/Papa* (Fn. 29), N 12 zu Art. 8 FusG; *Amstutz/Mabillard* (Fn. 19), N 4 zu Art. 8 FusG, die fordern, dass die als Abfindung ausgerichteten Werte mindestens so leicht handelbar sein müssen wie die Anteilsrechte an der fusionierten Gesellschaft.

dürfe abgewichen werden, wenn ein Bezug zu den fusionierten Gesellschaften bestehe, wie dies bei der Dreiecksfusion der Fall sei.⁴⁷

3. Angemessenheit beim Squeeze Out

3.1 Allgemein

Grundsätzlich nennt Art. 7 FusG, der bei Ausrichtung einer Abfindung gemäss Art. 8 FusG analog anzuwenden ist,⁴⁸ die Kriterien für die Angemessenheitsprüfung. Das Gesetz nennt als zentrales Kriterium in verwirrender Weise das «Vermögen» der beteiligten Gesellschaften, das bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses zu berücksichtigen sei. Nach herrschender Lehre ist das reine Abstellen auf den Substanzwert in der Regel nicht sachgerecht, vielmehr soll auf den Unternehmenswert abgestellt werden.⁴⁹ Hierzu ist der Unternehmenswert der übertragenden Gesellschaft nach allgemeinen betriebswirtschaftlichen Grundsätzen zu ermitteln.⁵⁰ Traditionelle Bewertungsmethoden sind die Substanzwert- und die Ertragswertmethode. Der Substanzwert, auch *net asset value*, stellt auf die Summe aller Aktiven abzüglich der Verbindlichkeiten ab. Der Ertragswert ist die Summe der künftigen, auf den Bewertungsstichtag abgezinsten und als Barwert kapitalisierten Erträge. Die sog. Praktikermethode kombiniert Substanz- und Ertragswert, wobei ein Mittelwert aus beiden verwendet wird.⁵¹ Die Betriebswirtschaftslehre tendiert von diesen traditionellen Methoden weg hin zur ertragswertorientierten *Discounted-Cashflow-Methode*. Diese ermittelt den Unternehmenswert aus der Summe der zukünftig zu erwartenden freien *cash flows*, die auf ihren Gegenwartswert abgezinst werden (*net present value*).⁵² Bei

der Bewertung von Unternehmen besteht ein erheblicher Ermessensspielraum, was die Wahl der Unternehmensbewertungsmethoden angeht.⁵³ Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist der wirkliche Wert einer Gesellschaft auf Grundlage einer zukunftsbezogenen Ertragsbewertung unter Berücksichtigung der Substanz zu ermitteln, wobei auf den Fortführungswert abzustellen ist.⁵⁴ Bei der Fusion ist der massgebliche Zeitpunkt für die Bewertung der Abschluss des Fusionsvertrags.⁵⁵ Kommt es jedoch zwischen diesem Zeitpunkt und dem Fusionsbeschluss der Generalversammlung zu wesentlichen Vermögensveränderungen, so kann hierin eine Verletzung der mitgliedschaftlichen Kontinuität gesehen werden, nämlich wenn für die Unternehmensbewertung relevante Veränderungen eintreten und das Umtauschverhältnis somit ausserhalb der ermittelten Wertbandbreite liegt.⁵⁶

Beim *Squeeze Out* besteht ein Anspruch auf eine Abfindung, die in ihrer Höhe dem wirklichen Wert der bisherigen Anteils- und Mitgliedschaftsrechte an der übertragenden Gesellschaft entspricht.⁵⁷ Ist der Unternehmenswert einmal bestimmt, so lässt sich der innere Wert eines Anteils der übertragenden Gesellschaft ermitteln. Im Zusammenhang mit der *escape clause* bei der Übernahme vinkulierter Namenaktien gemäss Art. 685b OR wird teils angeführt, der Unternehmenswert könne nicht einfach proportional auf den Kapitalanteil übertragen werden, sondern Einflusschancen seien zu berücksichtigen.⁵⁸ Zumindest

⁴⁷ Glanzmann, Umstrukturierungen (Fn. 34), Nr. 238; Tschäni/Papa (Fn. 29), N 12 zu Art. 8 FusG.

⁴⁸ Dubs (Fn. 22), N 21 zu Art. 105 FusG.

⁴⁹ Eugster (Fn. 19), Nr. 94 m.w.H.; nichtsdestotrotz kann das Heranziehen der Substanzwertmethode zur Ermittlung des Unternehmenswerts im Einzelfall gar geboten sein, wie beispielsweise im Fall von Gesellschaften, deren Vermögen vorwiegend aus Liegenschaften besteht.

⁵⁰ Sebastian Burckhardt, in: Peter Gauch/Jörg Schmid (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum Fusionsgesetz, Zürich 2004, N 24 ff. zu Art. 7 FusG; Eugster (Fn. 19), Nr. 91; von der Crone et al. (Fn. 18), Nr. 1018 ff.

⁵¹ Böckli (Fn. 24), N 222 ff. zu § 6; zu den traditionellen Bewertungsmethoden Sanwald (Fn. 20), 94 ff.

⁵² Zur Discounted-Cashflow-Methode Böckli (Fn. 24), N 87a zu § 3; von der Crone et al. (Fn. 18), Nr. 25 ff. m.w.H.

⁵³ Urteil des BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001, E. 3.b; Sanwald (Fn. 20), 94 m.w.H.

⁵⁴ BGE 136 III 209 ff. (215), E. 6.2.2; Urteil des BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001, a.a.O.; BGE 120 II 259 ff. (260 ff.), E. 2b; vgl. hierzu, ebenfalls zum hier besprochenen Entscheid Markus Vischer/Thomas Wehinger, Angemessenheit der Abfindung und Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren beim Squeeze-Out-Merger, GesKR 2012, 123 ff., 126.

⁵⁵ Tschäni/Papa (Fn. 29), N 10 zu Art. 7 FusG.

⁵⁶ Art. 17 FusG; Böckli (Fn. 24), N 93a zu § 3; von der Crone/Dobler/Eugster (Fn. 19), 245, 251 f.

⁵⁷ Peter R. Altenburger/Massimo Calderan/Werner Lederer, Schweizerisches Umstrukturierungsrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, Nr. 59; Glanzmann, Umstrukturierungen (Fn. 34), Nr. 237; von der Crone/Dobler/Eugster (Fn. 19), 249; von Salis-Lütolf (Fn. 34), 49 f.

⁵⁸ Jean Nicolas Druey, in: Theo Guhl/Alfred Koller/Anton K. Schnyder/Jean Nicolas Druey, Das Schweizerische Obligationenrecht, 9. Aufl., Zürich 2000, N 80 zu § 67; wohl a.M. Matthias Oertle/Shelby du Pasquier, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basler

in Bezug auf *Squeeze-Out*-Fusionen darf dies nicht gelten.⁵⁹ Den Verwaltungsrat trifft eine Pflicht zur Gleichbehandlung der abzufindenden Aktionäre gemäss Art. 717 Abs. 2 OR. Bei einer Abfindungsfusion stehen maximal 10% der Beteiligungspapiere im Fokus. Die abzufindenden Aktionäre haben somit ohnehin keine massgeblichen Einflussmöglichkeiten, die allenfalls Anlass für Paketzuschläge oder Minderheitsabzüge zugunsten bzw. zulasten einzelner von ihnen sein könnten, womit sie gleichen Voraussetzungen unterstehen und gleich zu behandeln sind. Art. 7 Abs. 2 FusG stellt zudem auf den «wirklichen Wert der Anteile» ab, weshalb nicht der Wert einer Beteiligungsquote massgebend sein kann. Zudem hat der Ausschluss von Gesellschaftern gegen Abfindung für diese dieselben Auswirkungen wie eine Liquidation. Hierfür spricht auch die entsprechende steuerrechtliche Behandlung solcher Sachverhalte.⁶⁰

Nach der Bewertung der übertragenden Gesellschaft hat der Verwaltungsrat bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses einen entsprechenden Gegenwert festzulegen, entweder in natura oder in Barmitteln, allenfalls kombiniert.⁶¹ Untere Grenze der Abfindung ist nach dem Gesagten der ermittelte wirkliche Wert der Anteile, doch ist auch ein Zuschlag im Sinne einer Übernahmepremie denkbar.⁶² Da unternehmensbewertungsrelevante Wertveränderungen im Sinne von Art. 17 FusG zu berücksichtigen sind, ist letztlich auf den wirklichen Wert im Zeitpunkt des Fusionsbeschlusses abzustellen. Bei der Festlegung kommt dem hierfür zuständigen Verwaltungsrat ein nicht unerheblicher Ermessensspielraum zu.⁶³ Der Verwaltungsrat muss sein Ermessen pflichtgemäss ausüben, also die zugrunde liegende Unternehmensbewertung nach anerkannten Grundsätzen der Betriebswirtschaftslehre, in aller Regel durch fachkundige Berater, vornehmen und die Ab-

findung innerhalb der so ermittelten Wertbandbreite festlegen. Hierbei trifft den Verwaltungsrat die Pflicht, die Bewertung bei mangelnder Fachkenntnis durch Experten vornehmen zu lassen.⁶⁴ Darüber hinaus trifft er Entscheidungen hinsichtlich der zu verwendenden (vertretbaren) Methoden sowie der zu berücksichtigenden Umstände.⁶⁵ Stets muss die festgelegte Abfindung der betriebswirtschaftlichen Vertretbarkeitsprüfung standhalten.

3.2 Dreiecksfusion (*Triangular Merger*)

Bei der Dreiecksfusion wird zwar eine Abfindung geleistet, jedoch besteht diese aus Anteils- und Mitgliedschaftsrechten, meist der Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft. Um die Höhe und Angemessenheit der Abfindung zu ermitteln, muss in diesem Fall neben dem inneren Wert der übertragenden Gesellschaft auch derjenige der Muttergesellschaft bzw. der Wert ihrer Anteilsrechte bestimmt werden. Hierbei kommen ebenfalls die genannten Bewertungsgrundsätze zur Anwendung.⁶⁶

3.3 Back-End Merger

Hat der Anbieter im Rahmen eines öffentlichen Kauf-/Tauschangebots Aktien einer Zielgesellschaft erworben und sollen Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen einer darauffolgenden *Squeeze-Out*-Fusion mit dem Anbieter oder seiner Tochtergesellschaft Beteiligungspapiere des Anbieters oder Abfindungen erhalten, handelt es sich um einen sog. *Back-End Merger*. Eine solche Fusion kommt in der Regel dann in Betracht, wenn der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist zwar über 90%, aber unter 98% aller Stimmrechte der Zielgesellschaft erworben hat und somit ein *Squeeze Out* nach Art. 33 BEHG nicht möglich ist. Aufgrund der zeitlichen Nähe können unter Umständen börsenrechtliche Preisvorschriften bezüglich der Abfindungshöhe anwendbar sein.⁶⁷

Kommentar zum Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 3. Aufl., Basel 2008, N 12 zu Art. 685b.

⁵⁹ A.M. *Emch* (Fn. 23), 95 f., 104 m.w.H.

⁶⁰ Gemäss Eidgenössischer Steuerverwaltung ESTV, Kreisschreiben Nr. 5 «Umstrukturierungen» vom 1. Juni 2004, Ziff. 4.1.2.3.6 und 4.1.2.3.8, wird eine Barabfindung steuerrechtlich als Liquidation behandelt.

⁶¹ Zur Zulässigkeit von Abfindungen, kombiniert in natura und in bar *Glanzmann*, Umstrukturierungen (Fn. 34), Nr. 238.

⁶² Vgl. *Böckli* (Fn. 24), N 91b f. zu § 3 m.w.H.

⁶³ *Böckli* (Fn. 24), N 86 ff. zu § 3; *Tschäni/Papa* (Fn. 29), N 13 zu Art. 7 FusG.

⁶⁴ *Rolf Watter/Katja Roth Pellanda*, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, Art.530–1186, 3. Aufl., Basel 2008, N 9 zu Art. 717 OR.

⁶⁵ *Burckhardt* (Fn. 50), N 16 zu Art. 7 FusG.

⁶⁶ Hierzu *Vischer/Wehinger* (Fn. 54), 126.

⁶⁷ Zum *Back-End Merger*: *Tatjana Linder*, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht unter besonderer Berücksichtigung der Cross Conditionality, Diss. Zürich 2010, 155 f.

Grundsätzlich ist der Anbieter bei öffentlichen Angeboten frei, den Preis unter Einhaltung des Gleichbehandlungsprinzips zu gestalten.⁶⁸ Das Gleichbehandlungsgebot ist in Art. 24 Abs. 2 BEHG festgeschrieben und verlangt, allen Aktionären der Zielgesellschaft den gleichen Preis und die gleichen Bedingungen anzubieten.⁶⁹ Konkretisiert wird das Gleichbehandlungsgebot durch die sog. *Best Price Rule*: Sofern ein Anbieter innert sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist der Veröffentlichung des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem Preis erwirbt, der über dem vormaligen Angebotspreis liegt, muss er diesen Preis allen Angebotsempfängern anbieten.⁷⁰ Bei öffentlichen Pflichtangeboten im Sinne von Art. 32 BEHG gelten zudem zwei Einschränkungen: Einerseits darf der angebotene Preis nicht unter dem Börsenkurs vor dem Angebot liegen, andererseits darf der angebotene Preis maximal 25% unter dem Höchstpreis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Aktien der Zielgesellschaft bezahlt hat.⁷¹ Hinsichtlich der Art des Angebots sind neben Barangeboten auch Effekten oder Wertrechte im Sinne von Art. 2 lit. a BEHG zulässig, ebenso wie die Kombination von Bar- und Tauschangebot.⁷²

Findet ein *Squeeze Out* im Sinne von Art. 8 Abs. 2 FusG als Dreiecksfusion ausgestaltet, zeitnah zu einer vorgängigen öffentlichen Übernahme statt, bei dem die Zielgesellschaft die nun zu übertragende Gesellschaft ist, so finden die vorgenannten Bestimmungen Anwendung. Allenfalls ist der Angebotspreis mit der Höhe der Abfindung zu vergleichen, wobei bezüglich der Bewertung Letzterer in zeitlicher Hinsicht auf den Abschluss des Fusionsvertrags abge-

stellt wird.⁷³ Sollte es im Nachgang einer solchen Fusion zu einer Überprüfungsklage kommen, in deren Rahmen eine Ausgleichszahlung zugesprochen würde, so sollte die *Best Price Rule* keine Anwendung finden, da der höhere Preis nicht auf Bestrebungen des Anbieters zurückgeht.⁷⁴ Hierfür spricht auch die *ratio* der *Best Price Rule*: Sie soll die Angebotsadressaten im Rahmen öffentlicher Übernahmen während einer bestimmten Zeit vor einer wirtschaftlichen Schlechterstellung durch nachfolgende Akquisitionen des Anbieters zu höheren Preisen schützen. Die *Best Price Rule* konkretisiert die Gleichbehandlungspflicht, die den Anbieter während der Angebotsdauer und der *Cooling Off Period* trifft und sollte sich somit nicht auf eine gerichtlich erzwungene Ungleichbehandlung erstrecken.

3.4 Richterliche Angemessenheitsprüfung

Bei einem Überprüfungsverfahren gemäss Art. 105 FusG hat mangels abweichender Regelung der Kläger nach der allgemeinen Regel von Art. 8 ZGB die Beweislast zu tragen.⁷⁵ Um die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses zu beurteilen, kommt als zentrales Beweismittel ein Sachverständigengutachten in Betracht.⁷⁶ Da eine Unternehmensbewertung zweifelsohne hohe Anforderungen an statistisches und betriebswirtschaftliches Fachwissen stellt, hat sich der Richter bei der Beurteilung gerichtlicher Expertisen – die der freien Beweiswürdigung unterliegen – Zurückhaltung aufzuerlegen. Hierbei hat der Richter zu beurteilen, ob die angewandte Methode richtig gewählt wurde, diese nachvollziehbar, plausibel und anerkannt ist und in vergleichbaren Fällen Anwendung findet. Er hat dabei sein Wissen nicht über das Fachwissen der Experten zu stellen, sondern sich auf die Prüfung formeller Fragen, wie das Vorhandensein von Ausstandsgründen oder offensichtlichen Widersprüchen, zu beschränken.⁷⁷ Der Richter darf von gutachterlichen

⁶⁸ Hans Caspar von der Crone, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions II*, Zürich 2000, 157 ff., 167; Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. St. Gallen, Bern 2009, 257.

⁶⁹ Eingehend hierzu: Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Börsen- und Finanzmarktaufsichtsgesetz*, 2. Aufl., Basel 2011, N 15 ff. zu Art. 24 BEHG.

⁷⁰ Art. 10 UEV.

⁷¹ Art. 32 Abs. 4 BEHG, Art. 40 Abs. 1 BEHV-FINMA; gemäss Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA entspricht der Börsenkurs dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse innert der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots; zusammenfassend Schenker (Fn. 68), 258.

⁷² Vgl. Schenker (Fn. 68), 261 ff. m.w.H.

⁷³ Schweizerische Übernahmekommission, Empfehlung i.S. Maag Holding AG vom 9. März 2005, E. 1.2.1.3; Linder (Fn. 67), a.a.O., m.w.H.; Schenker (Fn. 68), 277 f.

⁷⁴ Gl.M. Schenker (Fn. 68), 278.

⁷⁵ Eugster (Fn. 19), Nr. 370 f.

⁷⁶ Vgl. Irène Schilter/Hans Caspar von der Crone, *Beweis- edition und Geheimnisschutz im Überprüfungsverfahren nach Art. 105 FusG*, SZW 2008, 439 ff., 444.

⁷⁷ Zur richterlichen Würdigung von Unternehmensbewertungsgutachten Urteil des BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001, E. 3.b.

Schlussfolgerungen nur aus triftigen Gründen abweichen und hat dies zu begründen.⁷⁸

3.5 Bemerkungen zur Argumentation der Gerichte

Im vorliegenden Fall wurden den Beschwerdeführern in Anlehnung an eine betriebswirtschaftlich vertretbare Bewertung der beteiligten Gesellschaften Abfindungen geleistet, die zwischen CHF 81.– und CHF 122.– oder zwischen 6% und 9% über dem entsprechend ermittelten inneren Wert einer Aktie der X-AG-alt lagen.⁷⁹ Aufgrund der Vertretbarkeit der Bewertungsmethode wird richtigerweise auf Angemessenheit der Abfindung erkannt. Das Kantonsgericht Wallis argumentiert des Weiteren, dass auch beim hypothetischen Verneinen jeglichen Ermessensspielraums hinsichtlich der (vorliegend nicht optimalen, aber vertretbar gewählten) Marktrisikoprämie nicht von Unangemessenheit die Rede sein könne. Selbst wenn die gemäss Gerichtsgutachtern optimale Marktrisikoprämie von 3,34% dazu führte, dass die geleisteten Abfindungen «[...] zwischen 4,2% (oder CHF 67.–) und 6,9 % (oder CHF 109.–) unter dem Aktienwert von CHF 1568.– [...]»⁸⁰ lägen, könne nicht von Unangemessenheit die Rede sein. Das Gericht begründet diese Einschätzung damit, dass die Aktionäre über die Muttergesellschaft an der Performance der übertragenden Gesellschaft beteiligt blieben.⁸¹

Die Argumentation des Kantonsgerichts, eine Abfindung in Anteilen der Muttergesellschaft führe dazu, an der künftigen Performance der übertragenden Gesellschaft beteiligt zu bleiben, ohne dass sich die vermögens- und mitgliedschaftsrechtliche Position des einzelnen Gesellschafters übermässig verschlechtere, ist grundsätzlich zutreffend und entspricht dem Prinzip der mitgliedschaftlichen Kontinuität. Doch bildet der innere Wert der Anteile der übertragenden Gesellschaft, der als Wertbandbreite bestimmt wird, die untere Grenze der Abfindungshöhe. Es ist davon auszugehen, dass eine zukunftsbezogene ertragswertori-

enterte Bewertung der beiden Gesellschaften allfällige Synergien – die sich positiv auf die Performance der Muttergesellschaft und somit auch auf das übernommene Geschäft der absorbierten Gesellschaft auswirken – bereits berücksichtigt. Somit ginge das Kantonsgericht in seiner Argumentation zu weit, wenn es eine Abfindung durch Anteile an der Muttergesellschaft unterhalb der ermittelten Wertbandbreite der Anteile der übertragenden Gesellschaft angesichts der Weiterbeteiligung an der Performance als hypothetisch zulässig erachten wollte. Es würde hierbei sehr wohl eine unzulässige «übermässige Verschlechterung der vermögens- und mitgliedschaftsrechtlichen Position des einzelnen Gesellschafters» resultieren. Der Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität würde dadurch verletzt.

Die Anwendbarkeit der *Best Price Rule* stand im vorliegenden Fall nicht zur Diskussion. Es ist zutreffend, dass die Angemessenheit der Abfindungen unabhängig vom Angebotspreis zu beurteilen ist. Angesichts der zeitlichen Nähe der Fusion zum öffentlichen Angebot kann jedoch nicht darüber hinweggesehen werden, dass eine Anlehnung der Abfindungshöhe an den Angebotspreis im Hinblick auf die Gleichbehandlungspflicht im Börsenrecht meist gar geboten sein dürfte. Die Entscheidung der Verwaltungsräte, das Umtauschverhältnis entsprechend dem Angebotspreis festzulegen, kann somit als sachgerecht erachtet werden.⁸²

Im vorinstanzlichen Entscheid setzt sich das Kantonsgericht Wallis eingehend mit dem gerichtlichen Gutachten auseinander. Es kommt dabei zu dem Ergebnis, dass es sich an die Einschätzung der Gerichtssachverständigen zu halten und seine persönliche Beurteilung nicht über das Fachwissen der Experten zu stellen hat. Aus diesem Grund schliesst sich das Kantonsgericht insbesondere der Ansicht an, dass die Wahl einer Marktrisikoprämie von 4,5% nicht unangemessen und somit vertretbar war.⁸³

4. Prozesskostentragung

4.1 Grundsatz

Gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG sind die Verfahrenskosten bei der Überprüfungs- und Ausgleichsklage –

⁷⁸ Annette Dolge, in: Karl Spühler/Luca Tenchio/Dominik Infanger (Hrsg.), Basler Kommentar zur Schweizerischen Zivilprozessordnung, Basel 2010, N 15 zu Art. 183 ZPO.

⁷⁹ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 25 f., E. 5.d.cc.

⁸⁰ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 31, E. 5.f.

⁸¹ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, a.a.O.

⁸² Vgl. hierzu Nussbaumer (Fn. 34), 376.

⁸³ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 30 f., E. 5.f.

entgegen der allgemeinen Kostentragungsregel – grundsätzlich dem übernehmenden Rechtsträger aufzuerlegen, sofern nicht «besondere Umstände» die Kostentragung zulasten des Klägers rechtfertigen. Mit dieser Kostenregelung soll verhindert werden, dass sich das potentiell erhebliche Kostenrisiko angesichts hoher Streitwerte prohibitiv auswirkt.⁸⁴ Zudem erfordert eine Klage nach Art. 105 FusG in aller Regel die Einholung von Sachverständigengutachten, die je nach Umfang einen erheblichen Kostenfaktor darstellen und angesichts der vom klagenden Gesellschafter angestrebten Ausgleichszahlung im Verhältnis zum Kostenrisiko ebenfalls prohibitiv wirken können.⁸⁵ Gemäss *Botschaft* liegen «besondere Umstände» unter anderem vor, wenn die Klage offensichtlich unbegründet ist oder der Kläger sich dessen hätte bewusst sein müssen.⁸⁶ Zudem liegen «besondere Umstände» vor, wenn die Klage böswillig erhoben wurde, um eine Gesellschaft zu erpressen oder ihr zu schaden.⁸⁷

4.2 Rechtsprechung zu Art. 105 Abs. 3 FusG

In einem Entscheid vom 23. Januar 2009 entschied das Kantonsgericht Schaffhausen in einem ähnlich gelagerten Sachverhalt, dass Klägern, die Aktien systematisch nach Veröffentlichung eines Kaufangebots in einem Zeitpunkt, in dem bekannt ist, dass eine Barabfindungsfusion stattfinden werde, erwerben, um mit der Überprüfungsklage persönlichen Profit zu verfolgen (sog. *Berufsklägertum*⁸⁸), der prozessuale Kostenschutz aufgrund «besonderer Umstände» gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG zu versagen sei.⁸⁹ Das Bundesgericht bestätigte dieses Ergebnis auf Beschwerde hin, jedoch mit der Begründung, dass Fälle von Berufsklägertum vom Anwendungsbereich des Art. 105 Abs. 3 FusG ausgenommen seien, wenn Aktien in Kenntnis der vorgesehenen Abfindung im Rahmen eines Übernahmeverfahrens erworben würden, da in diesem Fall «wirtschaftlich

betrachtet» nur ein Recht auf Abfindung, aber keine Gesellschafterstellung erworben würde.⁹⁰

In einem weiteren Fall von Berufsklägertum, der einem aktuellen Entscheid vom Februar 2012⁹¹ zugrunde liegt, scheint das Bundesgericht wieder Abstand von der Auffassung zu nehmen, dass wirtschaftlich betrachtet keine Gesellschafterstellung erwerbe, wer in Kenntnis des Übernahmeverfahrens, aber vor Fusionsbeschluss Aktien kauft.⁹² Solche Aktionäre hätten die Gesellschafterstellung erworben; es habe nicht festgestanden, dass die Abfindungsfusion und die hierfür notwendige Mehrheit von 90% der Aktionäre zustande kommen werde.⁹³ Gemäss Bundesgericht hätten die Berufskläger die volle Aktionärsstellung innegehabt, wäre die Fusion nicht zustande gekommen. Diese Möglichkeit sei wirtschaftlich Teil des Aktienerwerbs.⁹⁴ Nichtsdestotrotz sei in diesem Fall die Kostenfreiheit gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG nicht zu gewähren. Zweck der Bestimmung sei es, Minderheitsaktionäre, in deren Stellung das Übernahmeangebot eingreife, soweit ihnen der Verlust der Aktionärsstellung aufgezwungen werde, zu schützen. Diese Position unterscheide sich von jener der Aktionäre, die in Kenntnis des Übernahmeangebots entscheiden konnten, ob sie Aktien erwerben wollten.⁹⁵ «Durch Art. 105 Abs. 3 FusG sollen [Altaktionären] nicht ermöglicht werden, ihre Aktien nach Bekanntwerden des Übernahmeangebots möglichst vorteilhaft an Dritte zu verkaufen, die im Verfahren nach Art. 105 FusG eine höhere Abfindung zu erstreiten hoffen.»⁹⁶ Somit geniessen Kläger, die ihre Aktien nach Bekanntwerden der Möglichkeit einer Abfindungsfusion erworben haben, nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung grundsätzlich keinen Kostenschutz.

⁸⁴ Eugster (Fn. 19), Nr. 422.

⁸⁵ Eugster (Fn. 19), a.a.O.

⁸⁶ Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 13. Juni 2000, BBl 2000 4337 ff., 4488.

⁸⁷ BGE 135 III 603 ff. (606), E. 2.1.2 m.w.H.

⁸⁸ Zum Begriff Berufsklägertum *Matthias Maurer/Hans Caspar von der Crone*, Prozesskostentragung bei der Überprüfungsklage nach Art. 105 FusG, SZW 2010, 83.

⁸⁹ Urteil des Obergerichts des Kantons Schaffhausen Nr. 40/2007/43 vom 23. Januar 2009, E. 2.d.

⁹⁰ BGE 135 III 603 ff. (607), E. 2.4; eingehend und kritisch hierzu: *Maurer/von der Crone* (Fn. 88), 81; vgl. ferner zum genannten Entscheid *Benedict F. Christ*, Kostentragung bei der Überprüfungsklage (Art. 105 Abs. 3 FusG), GesKR 2010, 75 ff.

⁹¹ Urteil des BGer 4A_547/2011 vom 16. Februar 2012.

⁹² Urteil des BGer 4A_547/2011 vom 16. Februar 2012, E. 4.3.

⁹³ Urteil des BGer 4A_547/2011 vom 16. Februar 2012, E. 4.2.

⁹⁴ Urteil des BGer 4A_547/2011 vom 16. Februar 2012, E. 4.3.

⁹⁵ Urteil des BGer 4A_547/2011 vom 16. Februar 2012, a.a.O.

⁹⁶ Urteil des BGer 4A_547/2011 vom 16. Februar 2012, E. 4.3 a.E.

Im dieser Entscheidbesprechung zugrunde liegenden Fall stellt das Kantonsgericht Wallis unter Bezugnahme auf die Rechtsprechung des Bundesgerichts aus dem Jahre 2009⁹⁷ fest, es sei richtig, dass insbesondere Kläger B sich in der Vergangenheit einen Namen damit gemacht habe, als Kleinaktionär Fusionsverfahren kritisch zu begleiten, und deshalb kaum eine vom Gesetzgeber im Hinblick auf die Kostentragung angedachte typische Situation vorliege. Jedoch konnte den Klägern in diesem Fall nicht nachgewiesen werden, dass sie ihre Aktien der X-AG-alt im Rahmen des Übernahmeverfahrens in Kenntnis einer festgelegten Abfindungszahlung gekauft hätten, weshalb sich eine abweichende Kostenregelung nicht rechtfertige. Zudem erkannte das Kantonsgericht vorliegend keine «streng zu handhabenden» besonderen Umstände und auferlegte den Klägern somit keine Kosten.⁹⁸

4.3 Kostentragung vor Bundesgericht

Im Verfahren vor Bundesgericht gilt grundsätzlich, dass die Kosten der unterliegenden Partei auferlegt werden, ausser besondere Umstände würden eine andere Kostenverteilung oder einen Verzicht auf Kostenerhebung rechtfertigen.⁹⁹ Im vorliegenden Entscheid befasst sich das Bundesgericht mit der Frage, ob solche besonderen Umstände darin bestehen, dass Art. 105 Abs. 3 FusG für Überprüfungsklagen eine Kostentragung zulasten des übernehmenden Rechtsträgers vorsieht. Die Frage, ob Art. 105 Abs. 3 FusG im Verfahren vor Bundesgericht Anwendung findet, hatte dieses bisher offengelassen.¹⁰⁰

Sowohl bei der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit als auch bei der Klage zur Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen bestanden bis anhin besondere Kostentragungsregelungen, die mit Inkrafttreten der Eidgenössischen Zivilprozessordnung aufgehoben wurden.¹⁰¹ Bei diesen Klagen, bei denen ein positives Prozessergebnis ebenfalls für und gegen alle Aktionäre wirkt, liegt die Kostenzuteilung gemäss Art. 107 ZPO im Ermessen des Richters. Auf

die besondere Kostentragungsregel bei der Überprüfungsklage wurde hingegen im Zuge der Einführung der neuen ZPO nicht verzichtet, Art. 105 Abs. 3 FusG besteht fort.¹⁰²

Gemäss der Rechtsprechung zur Verantwortlichkeitsklage findet die ausserordentliche Kostenregelung nur im erstinstanzlichen Verfahren Anwendung, da die Rechtsunsicherheit bezüglich der ins Recht zu fassenden Beteiligten in zweiter und dritter Instanz weitgehend ausgeräumt ist.¹⁰³ Fraglich ist, ob diese Rechtsprechung auf die Überprüfungsklage zu übertragen ist. Dies wird teils mit dem Argument abgelehnt, dass der Kläger beim Überprüfungsverfahren für alle Aktionäre seiner Klasse handle.¹⁰⁴ Jedoch wirkt beispielsweise die Gutheissung einer Verantwortlichkeitsklage ausser Konkurs zugunsten der Gesellschaft und damit auch zugunsten aller Aktionäre. Gleiches gilt auch bei Anfechtungsklagen.¹⁰⁵

Wie das Bundesgericht im vorliegenden Entscheid erörtert, hat der Bundesgesetzgeber mit der Eidgenössischen Zivilprozessordnung für bestimmte Klageverfahren aus sozialpolitischen Gründen Gebührenfreiheit angeordnet, während für das bundesgerichtliche Verfahren eine Kostenpflicht vorgesehen ist.¹⁰⁶ Art. 65 Abs. 4 BGG sieht für die in Art. 114 ZPO von der Kostentragung ausgenommenen Angelegenheiten eine reduzierte Kostenpflicht vor. Die Kosten werden hier unabhängig vom Streitwert bemessen. Diese Kostenreduktion erfolgt ebenfalls aus sozialpolitischen Gründen. Das Absehen von Kostenfreiheit soll das Bundesgericht entlasten.¹⁰⁷ Daraus, dass ohnehin schon zwischen vorinstanzlichem und bundesgerichtlichem Verfahren differenziert wird, schliesst das Bundesgericht im vorliegenden Entscheid, dass sich «[eine] entsprechende Differenzierung [...] gleich wie bezüglich Art. 759 Abs. 2 OR auch bezüglich der Überprüfungsklage nach Art. 105 FusG [rechtfertige], da deren Erfolgsaussichten vor erster Instanz, welche in der Regel eine Klärung durch einen Gutachter vornehmen muss, wesentlich

¹⁰² Vgl. Maurer/von der Crone (Fn. 88), 79 f.

¹⁰³ BGE 125 III 138 ff. (139), E. 2.c.

¹⁰⁴ Böckli (Fn. 24), N 264 zu § 3; ihm folgend Emch (Fn. 23), 167.

¹⁰⁵ Vgl. Art. 756 Abs. 1 und Art. 706 Abs. 5 OR.

¹⁰⁶ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 8.4.

¹⁰⁷ Hansjörg Seiler, in: Stämpfli Handkommentar zum Bundesgerichtsgesetz (BGG), Bern 2006, N 20 zu Art. 65 BGG.

⁹⁷ BGE 135 III 603 ff.; vgl. hierzu vorne III.4.2.

⁹⁸ Urteil des Kantonsgerichts Wallis Nr. C1 09 58 vom 23. Dezember 2010, S. 32, E. 6.a.

⁹⁹ Art. 66 Abs. 1 BGG.

¹⁰⁰ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 8.2 m.w.H.

¹⁰¹ So Art. 756 Abs. 2 und Art. 706a Abs. 3 altOR, neu findet Art. 107 Abs. 1 ZPO Anwendung.

schwieriger zu beurteilen sind als die Aussichten einer Beschwerde vor Bundesgericht, dem insoweit nur eine beschränkte Überprüfungskognition zukommt. Zudem entfallen im bundesgerichtlichen Verfahren die unter Umständen erheblichen Kosten für die Beweiserhebungen, weshalb auch das Kostenrisiko wesentlich kleiner ist [...].»¹⁰⁸ Hieraus wird gefolgert, dass sich Kosten für Beschwerden vor Bundesgericht nicht allgemein prohibitiv auswirken, vor allem nicht, wenn die Beschwerdeführer ein erhebliches eigenes finanzielles Interesse am Klageverfahren hätten und somit kein Missverhältnis zwischen Kostenrisiko und finanziellen Erfolgsaussichten bestehe, wie dies das Bundesgericht vormalis in seiner Rechtsprechung zu Anfechtungsklagen festgehalten hatte.¹⁰⁹

4.4 Bemerkungen zur Rechtsprechung

4.4.1 Zur Kostentragung im erstinstanzlichen Verfahren

Zunächst ist zu begrüssen, dass das Bundesgericht von der Auffassung Abstand nimmt, dass Personen, die Aktien nach Bekanntwerden der Möglichkeit einer Abfindungsfusion erwerben, wirtschaftlich gesehen keine Gesellschafterstellung innehaben. Spräche man ihnen die Gesellschafterstellung ab, entstünde ein unlösbarer Konflikt mit dem Grundsatz der freien Übertragbarkeit der Mitgliedschaft im Aktienrecht sowie dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre.¹¹⁰

Im Ergebnis bestätigt das Bundesgericht in seinem jüngsten Entscheid jedoch seine vormalige Rechtsprechung, indem es Aktionäre, die ihre Stellung nach Bekanntwerden der Abfindungsfusion erwerben, vom Anwendungsbereich des Art. 105 Abs. 3 FusG ausnimmt. Ob die Begründung des Bundesgerichts vollends überzeugt, kann an dieser Stelle offenbleiben, bringt der Entscheid vom 16. Februar 2012 doch in zweierlei Hinsicht Klarheit:

Erstens steht fest, dass Berufsklägern der prozessuale Kostenschutz grundsätzlich nicht zugutekommt. Hiermit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass sie beim Aktienerwerb das Risiko, zwangsweise ihre Aktionärsstellung zu verlieren, billiger in

Kauf nehmen, um mittels «günstiger» Klagemöglichkeit ihren persönlichen Profit zu steigern. Da ihnen bei einem solchen – grundsätzlich legitimen – Vorgehen das Risiko des Ausschlusses im Erwerbszeitpunkt bereits bewusst ist, unterscheidet sich sowohl ihre Interessenlage wie auch ihr Risikobewusstsein grundlegend von den Altaktionären, die gegen ihren Willen und ohne Wissen um dieses Risiko «enteignet» werden und in diesem Zusammenhang vor Unangemessenheit zu schützen sind.

Zweitens dürfte in der Umkehr nun klar sein, dass Altaktionären, die vor Bekanntwerden einer möglichen Barabfindungsfusion ihre Aktionärsstellung erwarben und die gegen ihren Willen ausgeschlossen werden, der prozessuale Kostenschutz bis auf wenige, restriktiv zu handhabende Ausnahmen im Sinne «besonderer Umstände» zugutekommt.

Die neue bundesgerichtliche Rechtsprechung ist zu begrüssen, da sie zur Rechtssicherheit beiträgt. Aktionären, die ihre Aktionärsstellung nach Bekanntwerden der Möglichkeit einer Abfindungsfusion erwerben, insbesondere Berufsklägern, kommt der prozessuale Kostenschutz grundsätzlich nicht zugute. Das Abstellen auf den Erwerbszeitpunkt vermeidet zudem eine schwierige Abgrenzung zwischen Personen, die gewerbsmässig zum Zweck eines persönlichen Profits klagen, und solchen, die (berufsmässig) Aktien erwerben und dadurch ihren Profit maximieren. Aktionäre, die nach Bekanntwerden der Fusion Aktien erwerben, sind somit gleich zu behandeln. Dass das Bundesgericht solchen Aktionären die Aktivlegitimation nicht abspricht,¹¹¹ ist ebenfalls zu begrüssen, wirkt doch die Überprüfungsklage unbestritten zugunsten aller abgefundenen Aktionäre und führt somit – zumindest indirekt – tendenziell zu richtigeren, d.h. angemesseneren Ergebnissen.

4.4.2 Zur Kostentragung vor Bundesgericht

Die Argumentation des Bundesgerichts zur Kostentragung im bundesgerichtlichen Verfahren ist schlüssig. Angesichts des per se schon geringeren Kostenrisikos im bundesgerichtlichen Verfahren aufgrund der beschränkten Kognition, und da kaum ein Gutachten oder ein aufwendiges Beweisverfahren angezeigt sein dürften, wirkt sich hier das Kostenrisiko nicht auch nur annähernd ähnlich prohibitiv wie im

¹⁰⁸ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, a.a.O.

¹⁰⁹ Urteil des BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, a.a.O. m.w.H.

¹¹⁰ Vgl. *Maurer/von der Crone* (Fn. 88), 81 f.

¹¹¹ Urteil des BGer 4A_547/2011 vom 16. Februar 2012, E. 4.3.

erstinstanzlichen Verfahren gemäss Art. 105 FusG aus. Das Argument, dass ein Missverhältnis von Kostenrisiko und eigenen finanziellen Erfolgsaussichten im Beschwerdeverfahren ebenso zu verneinen sei, ist angesichts der *ratio* von Art. 105 Abs. 3 FusG ebenfalls nachvollziehbar und lehnt sich an die im Zusammenhang mit Anfechtungsklagen entwickelten Kostenverteilungsgrundsätze an.¹¹² Für den Beschwerdeführer vor Bundesgericht sind die Prozessaussichten zudem in einem wesentlich besseren Masse als im vorinstanzlichen Verfahren abzuschätzen.¹¹³

IV. Fazit

Der vorliegende Entscheid bestätigt zunächst, dass im Rahmen einer Barabfindungsfusion, bei der Anteile der Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft als Abfindung geleistet werden, die Festlegung der Ausgleichszahlung einen nicht zu unterschätzenden Ermessensspielraum mit sich bringt. Mittels Bewertungsgutachten hat der Verwaltungsrat den Wert der Muttergesellschaft, wie auch den der übertragenden Gesellschaft zu ermitteln und eine entsprechende Ausgleichszahlung festzulegen. Diese orientiert sich am inneren Wert der übertragenden Gesellschaft. Angesichts des hohen Masses an betriebswirtschaftlichem Fachwissen, das eine Unternehmensbewertung erfordert, hat sich der Verwaltungsrat vordergründig auf die durch externe Experten vorgenommenen Bewertungen zu verlassen. Ähnlich dem Richter im Überprüfungsverfahren hat er die Gutachten auf Schlüssigkeit zu prüfen und hierauf gestützt die Art und Höhe der Ausgleichszahlung festzulegen.

Kantonsgericht und Bundesgericht erachten die Abfindung richtigerweise für angemessen, da sie in einer vertretbaren Wertbandbreite liegt. Die gerichtliche Prüfung der als fehlerhaft gerügten Bewertungsmethoden im vorliegenden Fall zeigt das Ausmass des Ermessensspielraums bei der Festlegung von Ausgleichszahlungen auf: Zwei methodisch vertretbare Unternehmensbewertungen differieren zwischen rund 10% und 16% im Verhältnis zum jeweils ermittelten inneren Wert.

Die Ausführungen des Kantonsgerichts, dass selbst bei der Ausrichtung von Abfindungen unter dem mittels optimalen Parametern ermittelten wirklichen Wert der abzufindenden Anteile keine Unangemessenheit anzunehmen sei, wären zumindest dann zu weitgehend, wenn die ausgerichtete Abfindung unterhalb der mit vergleichbaren Methoden ermittelten Wertbandbreite eines abzufindenden Aktienanteils läge.

Findet eine *Squeeze-Out-Fusion* so zeitnah zu einer vorgängigen öffentlichen Übernahme statt, dass die börsenrechtlichen Preisvorschriften, insbesondere die *Best Price Rule*, Anwendung finden, wird der Ermessensspielraum faktisch eingeschränkt. Der Verwaltungsrat wird es hier kaum riskieren, eine Ausgleichszahlung festzulegen, die über dem Preis des vorgängigen Angebots liegt, würde er sich so doch dem Risiko aussetzen, allen Angebotsempfängern nachträglich noch den höheren Preis ausrichten zu müssen. Zudem erfordert ein öffentliches Angebot, bei dem Aktien der Muttergesellschaft zuzüglich Barzahlung geleistet werden, bereits die Ermittlung der Werte der involvierten Unternehmen, weshalb sich die Berechnung der Abfindung im Rahmen der nachfolgenden Fusion in sachgerechter Weise am Angebotspreis orientieren sollte. Für den unwahrscheinlichen Fall, dass im Rahmen einer Überprüfungs-klage eine Abfindung zugesprochen würde, die den Angebotspreis übersteigt, sollte dieser Fall jedoch nach der hier vertretenen Auffassung vom Anwendungsbereich der *Best Price Rule* ausgenommen sein.

Bezüglich der Kosten entscheidet das Bundesgericht erstmals, dass die Regelung des Art. 105 Abs. 3 FusG im bundesgerichtlichen Verfahren nicht anwendbar ist. Angesichts der *ratio* dieser Bestimmung, die potentiell prohibitive Kostenbürde im Verhältnis zum nur marginalen persönlichen Nutzen im Fall des Obsiegens zu korrigieren, vermag die Argumentation des Bundesgerichts zu überzeugen.

Die jüngste Rechtsprechung des Bundesgerichts zur Kostentragung im vorinstanzlichen Verfahren schafft zudem Rechtssicherheit, indem Klägern, die nach Bekanntwerden der Möglichkeit einer Abfindungsfusion Aktien der zu übertragenden Gesellschaft erwerben, der Kostenschutz grundsätzlich zu versagen ist. Bei Erwerb der abzufindenden Aktien vor Bekanntwerden der Abfindungsfusion darf nun im Umkehrschluss grundsätzlich von Kostenschutz ausgegangen werden.

¹¹² Vgl. Böckli (Fn. 24), N 126 zu § 16.

¹¹³ Böckli (Fn. 24), N 127 zu § 16.