



Georg G. Gotschev / Christian Staub*

Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Art. 33 Börsengesetz und durch squeeze out merger gemäss Fusionsgesetz



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Rechtsvergleichende Betrachtungen
 1. Europäische Union
 2. Bundesrepublik Deutschland
 - 2.1 Der übernahmerechtliche *squeeze out*
 - 2.2 Der aktienrechtliche *squeeze out*
 - 2.3 Das Verhältnis vom aktien- zum übernahmerechtlichen *squeeze out*
 - 2.4 Exkurs: der *sell out*
 3. Grossbritannien
 4. Vereinigte Staaten von Amerika
 - 4.1 Einleitung
 - 4.2 Varianten des *squeeze out*
 - 4.3 Rechtsgrundlagen zum Schutz der ausscheidenden Minderheitsaktionäre
- III. Die Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG
 1. Einleitung
 2. Die Voraussetzungen der Kraftloserklärung
 - 2.1 Vorbemerkung
 - 2.2 Vorliegen einer «Zielgesellschaft»
 - 2.3 Vorangegangenes öffentliches Angebot
 - 2.4 Erreichen der Schwelle von 98% der Stimmrechte
 - 2.5 Fristgerechte Klage gegen Zielgesellschaft
 - 2.6 Entschädigung
 3. Verfahrensfragen
 - 3.1 Vorbemerkungen
 - 3.2 Rechtsnatur und Gegenstand der Klage
 - 3.3 Zuständigkeit
 - 3.4 Stellung der Zielgesellschaft
 - 3.5 Beitritt von Minderheitsaktionären
- IV. Der *squeeze out merger* gemäss Fusionsgesetz
 1. Einleitung
 2. Die mitgliederschaftliche Kontinuität
 - 2.1 Grundsatz: Wahrung der mitgliederschaftlichen Kontinuität
 - 2.2 Ausnahme: Abfindung beim *squeeze out merger*
 3. Verfahren
 - 3.1 Fusionsvertrag
 - 3.2 Fusionsbericht der Verwaltungsräte
 - 3.3 Prüfungsbericht durch einen besonders befähigten Revisor
 - 3.4 Konsultation der Arbeitnehmervertretung bzw. der Arbeitnehmer
 - 3.5 Zustimmung der Generalversammlung

- 3.6 Anmeldung und Eintragung im Handelsregister
- 3.7 Massnahmen zum Gläubigerschutz
- 3.8 Massnahmen zum Arbeitnehmerschutz
4. Keine erleichterte Fusion
5. Rechtsbehelfe der Minderheitsaktionäre
 - 5.1 Überprüfung der Abfindung im Besonderen (Art. 105 FusG)
 - 5.2 Anfechtung der Fusion im Allgemeinen (Art. 106 FusG)
6. Rechtsmissbräuchlichkeit des *squeeze out merger*?
7. Kalte Dekotierung: Verhältnis des *squeeze out merger* zur Dekotierung
- V. Verhältnis von Art. 33 BEHG zum *squeeze out merger* nach FusG
- VI. Fazit

I. Einleitung

Ein Anbieter, der mittels öffentlichem Angebot erfolgreich die Mehrheit einer kotierten Gesellschaft übernehmen und diese in seinen Konzern eingliedern möchte, hat ein beträchtliches (finanzielles) Interesse, die übernommene Gesellschaft vollständig zu kontrollieren. Wenn es ihm gelingt, die verbleibenden Minderheitsaktionäre – *nota bene* gegen deren Willen – auszuschliessen, kommt er unter anderem in den Genuss gesellschaftsrechtlicher Privilegien, die es ihm ermöglichen, seine Organisations- und Transaktionskosten zu senken. Ausserdem kann er dadurch sicherstellen, dass ihm der gesamte ökonomische Nutzen der Akquisition zukommt.

Diesen Interessen des Mehrheitsaktionärs stehen die Anliegen der potenziell ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre gegenüber. Der für sie zentrale Punkt wird regelmässig sein, ob die ihnen für ihre Titel angebotene Abfindung angemessen ist. In gewissen Fällen können jedoch auch immaterielle Aspekte für die betroffenen Kleinaktionäre eine Rolle spielen.

Mehrheits- und *Minderheitenschutz* treffen somit bei Rechtsinstituten, die den so genannten *squeeze out* – den zwangsweisen Ausschluss von Kleinaktionären – ermöglichen, direkt aufeinander. Es stellt sich die Frage, wie diese beiden Interessen aus wohlfahrts-ökonomischer Sicht optimal gegeneinander abgewogen werden können.

* Dr. iur. Georg G. Gotschev, Rechtsanwalt/lic. iur. et lic. rer. pol. Christian Staub, beide Walder Wyss & Partner, Zürich.

Das schweizerische Recht bietet zwei Varianten an, mit denen Kleinaktionäre ausgeschlossen werden können. Die erste Möglichkeit sieht Art. 33 des Börsengesetzes (BEHG) vor. Gestützt auf diese Bestimmung können Minderheitsaktionäre einer Publikumsgesellschaft im Anschluss an ein öffentliches Angebot eliminiert werden. Die zweite Variante führte das Mitte 2004 in Kraft getretene Fusionsgesetz (FusG) ein. Es ermöglicht unter gewissen Voraussetzungen, die Minderheitsaktionäre einer Gesellschaft auszuschliessen, indem ihnen im Rahmen einer Fusion lediglich eine (Bar-)Abfindung angeboten wird. Das Ziel des vorliegenden Beitrags besteht darin, die Voraussetzungen und den rechtlichen Rahmen dieser beiden Institute des schweizerischen Rechts zu untersuchen und ihr Verhältnis zueinander aufzuzeigen.¹ Die asymmetrische Spaltung i.S.v. Art. 31 Abs. 2 lit. b FusG, mit der auf ähnliche Weise wie beim *squeeze out merger* ein Ausschluss der Kleinaktionäre bewirkt werden kann, ist nicht Gegenstand dieses Beitrags.

Nach rechtsvergleichenden Betrachtungen zum Ausschluss von Minderheitsaktionären im Recht der Europäischen Union, Deutschlands, Grossbritanniens und der USA (II.) wird zunächst die börsenrechtliche Kraftloserklärung besprochen (III.). Sodann gehen wir näher auf den *squeeze out merger* gemäss FusG ein (IV.). Teil V. widmet sich dem Verhältnis dieser beiden schweizerischen Institute zueinander. Abschliessend wird ein Fazit gezogen (VI.).

II. Rechtsvergleichende Betrachtungen

1. Europäische Union

Die «Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote» (Übernehmerichtlinie; Ü-RL) ist seit dem 20. Mai 2004 in Kraft.² Bis spätestens am 20. Mai 2006 mussten die Mitgliedstaaten die Ü-RL ins nationale Recht umsetzen (Art. 21 Abs. 1 Ü-RL). Was die rechtliche Situation von Minderheitsaktionären nach einem Übernahmeangebot angeht, sieht die Ü-RL sowohl einen *squeeze out* als auch einen *sell out* vor.

Art. 15 Ü-RL schreibt den Mitgliedstaaten vor, einen *squeeze out* einzuführen.³ Ein Bieter soll von allen ver-

bleibenden Wertpapierinhabern verlangen können, dass sie ihm ihre Titel zu einem angemessenen Preis verkaufen, falls er – nach Wahl des Mitgliedstaates – entweder (i) auf Grund des vorangegangenen Angebots mindestens 90% des stimmberechtigten Kapitals und 90% der Stimmrechte erlangt hat oder (ii) falls er durch Annahme des Angebots Wertpapiere erworben oder sich fest vertraglich verpflichtet hat, Wertpapiere zu übernehmen, die mindestens 90% des stimmberechtigten Kapitals und 90% der vom Angebot betroffenen Stimmrechte entsprechen. Die Mitgliedstaaten können im Falle (i) den relevanten Schwellenwert bis auf 95% des Kapitals und der Stimmen anheben.⁴ Das Recht, die Minderheitsaktionäre auszuschliessen, ist innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist auszuüben (Art. 15 Abs. 4 Ü-RL).⁵

Die Mitgliedstaaten müssen dafür sorgen, dass den ausscheidenden Aktionären eine angemessene Gegenleistung gewährt wird, die dieselbe Form wie die Gegenleistung des vorangegangenen Angebots haben muss oder als Geldleistung ausgestattet ist (Art. 15 Abs. 5 Ü-RL).⁶ Bei einem Pflichtangebot gilt nach Art. 15 Abs. 5 letzter Satz Ü-RL die Gegenleistung des Angebots als angemessen. Bei freiwilligen Angeboten hingegen nimmt man eine angemessene Gegenleistung an, wenn der Anbieter durch das Angebot mindestens 90% des vom Angebot betroffenen stimmberechtigten Kapitals erworben hat (Art. 15 Abs. 5 Satz 4 Ü-RL).⁷

Als Gegenstück dazu sieht Art. 16 Ü-RL ein Andienungsrecht der Minderheitsaktionäre (*sell out*) vor.⁸ Die verbleibenden Aktionäre können unter den gleichen Voraussetzungen wie beim *squeeze out* verlangen, dass der Bieter ihre Wertpapiere zu einem angemessenen Preis erwirbt.

Wymeersch (Hrsg.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, London 2004, 575 ff. (635 ff.) und die ökonomische Analyse der Bestimmungen bei MIKE C. BURKART/FAUSTO PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, ECGI Law Working Paper Nr. 10/2003, June 2003, 17 ff.

⁴ Vgl. dazu auch KAREL KOHLIK, *Ausgewählte Aspekte von Going Private Transaktionen*, Diss. St. Gallen 2005, 233 ff.

⁵ Vgl. dazu auch SILJA MAUL/DANIÈLE MUFFAT-JEANDET, *Die EU-Übernehmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil II)*, AG 2004, 306 ff. (315 ff.).

⁶ Die Mitgliedstaaten können ferner – entsprechend der heutigen Regelung in England – vorsehen, dass der Anbieter den *squeeze out* lediglich bezüglich einer Aktiengattung ausüben kann, sofern er den massgebenden Schwellenwert innerhalb dieser Gattung erreicht (Art. 15 Abs. 3 Satz 2 Ü-RL). Kritisch dazu KOHLIK (FN 4), 235.

⁷ Vgl. dazu KOHLIK (FN 4), 235 f.

⁸ Für die Einführung eines *sell out* im Schweizer Recht spricht sich KOHLIK (FN 4), 237 ff., aus.

¹ Dabei beschränkt sich dieser Beitrag auf die Thematik des *squeeze out* bei Aktiengesellschaften.

² Für einen inhaltlichen Überblick zur Ü-RL vgl. GEORG G. GOTSCHKEV, *Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht – Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der organisierten Gruppe gemäss Börsengesetz*, Diss. Zürich 2005 (= SSHW 240), N 926 ff. m.w.H.

³ Vgl. dazu ausführlich JOSEPH A. MCCAHERY/LUC RENNEBOOG/PEER RITTER/SASCHA HALLER, *The Economics of the Proposed European Takeover Directive*, in: Ferrarini/Hopt/Winter/

2. Bundesrepublik Deutschland

2.1 Der übernahmerechtliche *squeeze out*

Am 1. Januar 2002 trat das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) in Kraft.⁹ Um die Vorgaben der Ü-RL ins deutsche Recht umzusetzen, wurde kürzlich mit den §§ 39a f. WpÜG der übernahmerechtliche *squeeze out* im WpÜG eingeführt.

Gemäss § 39a Abs. 1 WpÜG kann ein Bieter, der im Anschluss an ein Übernahme- oder Pflichtangebot über mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals verfügt,¹⁰ innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Annahmefrist¹¹ beim Landgericht Frankfurt am Main¹² beantragen, dass ihm die übrigen stimmberechtigten Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung durch Gerichtsbeschluss übertragen werden.¹³ Sobald der positiv ausgefallene Gerichtsbeschluss rechtskräftig wird, gehen die ausstehenden Anteile auf den Bieter über (§ 39b Abs. 5 WpÜG).¹⁴

2.2 Der aktienrechtliche *squeeze out*

Nicht auf den Erwerb von Wertpapieren durch ein öffentliches Angebot beschränkt ist die *aktienrechtliche* Regelung zum Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäss §§ 327 ff. AktG.¹⁵ Sie wurde am 1. Januar 2002 eingeführt und gibt einem Mehrheitsaktionär, der mindestens 95% des Grundkapitals einer Gesellschaft innehat, das Recht, die übrigen Minderheitsaktionäre durch Beschluss der Hauptversammlung gegen Gewährung einer Barabfindung aus der Gesellschaft auszuschliessen. Ohne dass es eines weiteren Verfügungsgeschäfts

bedarf, gehen die Anteile der Kleinaktionäre mit Eintragung des Beschlusses auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 AktG).

Nach § 327b AktG muss die Höhe der Barabfindung «die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung» berücksichtigen. § 327c Abs. 2 AktG verlangt zudem, dass der Hauptaktionär einen schriftlichen Bericht zu Händen der Hauptversammlung verfasst, in dem er sich zur Höhe und Angemessenheit der Barabfindung sowie zu den Voraussetzungen für die Übertragung der Anteilscheine äussert. Ob die Barabfindung angemessen ist, muss zudem ein durch ein Gericht bestellter Sachverständiger prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 3 AktG).¹⁶

Sind die Voraussetzungen für den aktienrechtlichen *squeeze out* erfüllt, beschränkt sich der Minderheitenschutz allein darauf, die vermögensmässigen Interessen der auszuschliessenden Kleinaktionäre zu sichern. Ob die Abfindung angemessen ist, kann im Rahmen eines Spruchverfahrens vor dem jeweils zuständigen Landgericht, nicht aber indem der Hauptversammlungsbeschluss angefochten wird, vollumfänglich gerichtlich überprüft werden.¹⁷ In etwa drei Viertel der Fälle sprechen die Landgerichte eine höhere Entschädigung zu. Deshalb haben sich auch gewisse Fondsmanager darauf spezialisiert, die Anteile von konkreten oder potentiellen *squeeze out* Kandidaten zu erwerben.¹⁸

2.3 Das Verhältnis vom aktien- zum übernahmerechtlichen *squeeze out*

Der aktienrechtliche *squeeze out* bleibt neben dem übernahmerechtlichen anwendbar. Allerdings können die beiden Verfahren nicht gleichzeitig zum Zuge kommen. Nach § 39a Abs. 6 WpÜG sind die §§ 327a ff. AktG nicht anwendbar, solange der Antrag zum übernahmerechtlichen *squeeze out* gestellt und das Ausschlussverfahren noch nicht rechtskräftig abgeschlossen ist.

Ein bedeutender Unterschied der beiden Institute liegt in der Art, in der bestimmt wird, welche Gegenleistung an die Minderheitsaktionäre zu entrichten ist. Grundsätzlich ist auch beim übernahmerechtlichen *squeeze out* eine angemessene Gegenleistung anzubieten.¹⁹ Die Art der Abfindung muss nach § 39a Abs. 3 WpÜG der im Rahmen des Angebots offerierten Gegenleistung entsprechen. Dabei ist wahlweise stets eine Geldleistung anzubieten. Die im Angebot gewährte Gegenleistung gilt jedoch als angemessen, wenn dem Bieter mindestens 90% des vom Angebot betroffenen Grundkapitals an-

⁹ Das WpÜG löste den bis dahin geltenden Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission ab.

¹⁰ Um die erforderliche Beteiligungshöhe festzusetzen, gelten § 16 Abs. 2 und 4 AktG entsprechend (§ 39a Abs. 2 WpÜG).

¹¹ Der Bieter kann den Antrag stellen, wenn ihm so viele Aktien angeboten wurden, dass ihm beim Vollzug des Angebots Aktien in Höhe des zum Ausschluss mindestens erforderlichen Anteils am stimmberechtigten oder am gesamten Grundkapital der Zielgesellschaft gehören werden (§ 39a Abs. 4 WpÜG).

¹² § 39 Abs. 5 WpÜG.

¹³ Gehören dem Bieter zugleich Aktien in Höhe von 95% des Grundkapitals der Zielgesellschaft, sind ihm auf Antrag auch die übrigen Vorzugsaktien ohne Stimmrecht zu übertragen.

¹⁴ Das Landgericht stellt seine Entscheidung dem Antragsteller und der Zielgesellschaft sowie den übrigen Aktionären der Gesellschaft, sofern diese im Beschlussverfahren angehört wurden, zu. Es gibt die Entscheidung in den Gesellschaftsblättern bekannt. Der Antragsteller und die übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft können dagegen Beschwerde erheben. Die Beschwerdefrist beginnt mit der Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger für den Antragsteller und für die übrigen Aktionäre, denen die Entscheidung zugestellt wurde, jedoch nicht vor Zustellung der Entscheidung (§ 39b Abs. 4 WpÜG).

¹⁵ Vgl. dazu ausführlich HANS MARTIN CHRISTIAN MORITZ, *Squeeze out: Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. AktG*, Diss. Lausanne 2004, 86 ff. und auch KOHLIK (FN 4), 226 ff.

¹⁶ KOHLIK (FN 4), 230.

¹⁷ MORITZ (FN 15), 301; KOHLIK (FN 4), 230.

¹⁸ KOHLIK (FN 4), 231.

¹⁹ Das schreibt schon die Ü-RL vor.

gedient wurden.²⁰ Im Gegensatz zum aktienrechtlichen *squeeze out* kann somit in diesem Fall nicht gerichtlich überprüft werden, ob die Gegenleistung angemessen war.

2.4 Exkurs: der *sell out*

Den *sell out* gemäss Art. 16 Ü-RL setzt § 39c WpÜG um. Gemäss dieser Bestimmung sollen die Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben, ihrerseits ihre Aktien dem Bieter zu den Konditionen des Angebots andienen können, sofern die Voraussetzungen für den übernahmerechtlichen *squeeze out* erfüllt sind.

3. Grossbritannien

Die secs. 428 – 430F (Part 13A) des Companies Act 1985 (CA) bilden die wesentliche rechtliche Grundlage für den Ausschluss von Minderheitsaktionären in Grossbritannien. Diese Bestimmungen bestanden schon vor dem Inkrafttreten der Ü-RL. Dies ist das zentrale Institut, mit dem Kleinaktionäre im Recht Grossbritanniens ausgeschlossen werden können.²¹ Es ist sowohl auf *public* als auch auf *private companies* anwendbar. Voraussetzung ist derweil stets, dass dem *squeeze out* ein öffentliches Angebot vorausgegangen ist.²²

Gemäss sec. 429(1), (1A), (2A) und (2B) CA kann der Anbieter den Minderheitsaktionären der Zielgesellschaft anzeigen, dass er ihre Aktien erwerben möchte, wenn er (i) mindestens 90% der Aktien, auf die sich das Angebot bezieht und (ii) mindestens 90% der Stimmrechte dieser Aktien erworben oder sich zu erwerben verpflichtet hat. Bezieht sich das Angebot auf unterschiedliche Aktienarten, muss der Anbieter 90% der Aktien der entsprechenden Klasse und 90% der Stimmrechte, welche diese Aktienart repräsentieren, erworben oder sich zu erwerben verpflichtet haben.²³

Die *squeeze out* Anzeige durfte nach bisherigem Recht nur erfolgen, sofern der Anbieter die notwendigen Schwellenwerte innerhalb von vier Monaten – vom Zeitpunkt des Angebots an gerechnet – erworben hat. Sie musste ausserdem innerhalb von zwei Monaten ab dem Zeitpunkt erfolgen, seit welchem der Anbieter die 90%-Schwelle erreicht hatte. Diese Regel wurde an die Vorgaben der Ü-RL²⁴ angepasst. Der *squeeze out* muss

nun innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist verlangt werden.²⁵

Wird eine *squeeze out* Anzeige zugestellt, kann und muss der Anbieter die ausstehenden Aktien zu den Konditionen des ursprünglichen Angebots erwerben. Konnten die Adressaten des Angebots zwischen verschiedenen Arten der Abfindung wählen, muss auch im Ausschlussverfahren eine entsprechende Wahlmöglichkeit gewährt werden (sec. 430 CA).²⁶

Minderheitsaktionäre können innerhalb von sechs Wochen seit Erhalt der Anzeige beim zuständigen Gericht ein Gesuch mit dem Antrag einreichen, dass der Anbieter von seinem Ausschlussrecht keinen Gebrauch machen darf (sec. 430C CA). Wird ein entsprechendes Gesuch eingereicht, ist dies dem Anbieter anzuzeigen. Dieser muss anschliessend den restlichen Minderheitsaktionären Mitteilung vom Gesuch machen. Die Erfolgsaussichten solcher Gesuche waren in der Praxis regelmässig gering, da die gesuchstellenden Kleinaktionäre beweisen mussten, dass das vorausgegangene Angebot unfair war.²⁷ Ein Gesuch kann nicht dazu führen, dass die Gegenleistung bei einem *squeeze out* in der Folge eines öffentlichen Übernahmeangebots unter den Angebotspreis gesenkt wird, da die Ü-RL davon ausgeht, dass die in der Offerte angebotene Gegenleistung fair ist. Doch können die Minderheitsaktionäre in Ausnahmefällen auf diesem Weg eine höhere als die im Angebot offerierte Gegenleistung verlangen (sec. 430C (3A) CA).

Verstreicht die sechswöchige Frist ohne Intervention seitens der Kleinaktionäre, muss der Anbieter der Zielgesellschaft eine Kopie der Anzeige schicken und ihr die Abfindung für den Erwerb der verbleibenden Minderheitsanteile überweisen, welche sie dann als Treuhänderin hält (sec. 430 [5] und [9] CA). Grundsätzlich gehen dadurch die Minderheitsbeteiligungen auf den Hauptaktionär über.²⁸

Abschliessend sei der Vollständigkeit halber erwähnt, dass sec. 430A CA den *sell out* regelt.²⁹

4. Vereinigte Staaten von Amerika

4.1 Einleitung

In den USA finden sich die Bestimmungen betreffend den Ausschluss von Minderheitsaktionären und de-

²⁰ Die Annahmquote ist dabei für stimmberechtigte und stimmrechtslose Aktien getrennt zu ermitteln.

²¹ Für die weiteren Ausschlussmöglichkeiten vgl. STEPHEN KENYON-SLADE, *Mergers and Take-overs in the UK and the USA: Law and Practice*, Oxford 2004, N 8.82 ff.

²² MORITZ (FN 15), 53.

²³ Zur Berechnung der Schwelle vgl. KENYON-SLADE (FN 21), N 8.67 f.

²⁴ Vgl. Art. 15 Abs. 3 Ü-RL.

²⁵ In den Fällen jedoch, in denen das Übernahmeangebot nicht der Aufsicht des Takeover Panel untersteht, kann die *squeeze out* Anzeige innerhalb von sechs Monaten ab dem Zeitpunkt des Angebots zugestellt werden, sofern dieser Zeitpunkt innerhalb der dreimonatigen Frist nach Ende des Angebots liegt.

²⁶ Vgl. KENYON-SLADE (FN 21), N 8.72.

²⁷ Dazu ausführlich KENYON-SLADE (FN 21), N 8.78 ff.

²⁸ Sec. 430 (2) CA; MORITZ (FN 15), 56.

²⁹ Vgl. dazu KENYON-SLADE (FN 21), N 8.73 ff.

ren Schutz hauptsächlich im gliedstaatlichen Recht. Bei *squeeze outs*³⁰ spielt jedoch auch das Bundesrecht eine nicht zu vernachlässigende Rolle. Bevor der rechtliche Rahmen präsentiert wird, der für den Schutz der Minderheitsaktionäre bei *squeeze outs* relevant ist (4.3.), stellen wir an dieser Stelle die Arten vor, auf die in den USA ein *squeeze out* vollzogen werden kann (4.2.).

4.2 Varianten des *squeeze out*

a. *Short form merger*

Die meisten Gliedstaaten erlauben den so genannten *short form merger*.³¹ Hält ein Aktionär mindestens 90% jeder stimmberechtigten Aktienkategorie einer Gesellschaft (einschliesslich ihrer Vorzugsaktien) kann er die restlichen Minderheitsaktionäre in einem vereinfachten Verfahren ausschliessen. Dazu genehmigt der beherrschende Aktionär den *short form merger*, indem er ein *shareholder consent document* unterzeichnet und ein *certificate of merger* im Staat, in dem die übernommene Gesellschaft ihren Sitz hat, einreicht. Die Generalversammlungen der beteiligten Gesellschaften müssen nicht zustimmen.³² Die Kleinaktionäre werden schriftlich über die Fusion und darüber, dass sie einen Anspruch haben, die im Fusionsvertrag festgelegte Abfindung zu erhalten, informiert. Als Abfindung können neben Bargeld insbesondere auch Beteiligungspapiere einer dritten, an der Fusion nicht beteiligten Gesellschaft angeboten werden. Sobald das *certificate of merger* eingereicht ist, wird die Fusion wirksam.³³ Ab diesem Zeitpunkt sind die verbleibenden Anteilsinhaber nicht mehr Aktionäre der übernommenen Gesellschaft.³⁴ Wollen sie sich der Fusion und insbesondere der angebotenen Gegenleistung widersetzen, bleibt ihnen nur die Möglichkeit, ihren gesetzlichen Bewertungsanspruch (*appraisal right*) geltend zu machen.³⁵

Es ist auch denkbar, dass mehrere Aktionäre ihre Beteiligungen an der Gesellschaft in einem ersten Schritt zusammenlegen, um die 90%-Schwelle zu erreichen. Anschliessend übertragen sie die Gesamtbeteiligung auf eine neu gegründete Gesellschaft. Diese kann dann

in einem zweiten Schritt ihre Tochter mittels *short form merger* vollständig übernehmen.³⁶

In den 1990er Jahren entwickelte sich die Methode, zunächst ein öffentliches Angebot (*tender offer*) für die Aktien der Zielgesellschaft zu unterbreiten und anschliessend einen *short form merger* durchzuführen.³⁷ Der beherrschende Aktionär versucht dabei im ersten Schritt, die 90%-Schwelle zu erreichen. Gelingt ihm dies, kann er sodann von den verfahrensmässigen und materiellen Vorzügen des *short form merger* profitieren.³⁸

b. *Freeze out merger*

Erreicht ein Mehrheitsaktionär die 90%-Schwelle nicht oder lässt das Recht am Sitz der zu übernehmenden Gesellschaft keinen *short form merger* zu, muss der Hauptaktionär die ausstehenden Minderheitsaktionäre mittels gewöhnlichem (*long form*) *freeze out merger* ausschliessen. Die meisten Gliedstaaten erlauben es bereits einem Inhaber von mehr als 50% der stimmberechtigten Aktien einer Gesellschaft, die verbleibenden Aktionäre auf diesem Wege zu eliminieren. Diese erhalten für ihre Beteiligung an der übernommenen Gesellschaft entweder Bargeld, Wertpapiere einer dritten Gesellschaft oder eine gleichwertige Abfindung.³⁹

In den USA ist dies heute die gebräuchlichste *squeeze out* Technik.⁴⁰ Im Gegensatz zum vereinfachten *short form merger* handelt es sich beim *freeze out merger* um

³⁰ In der US-amerikanischen Literatur und Praxis wird für den Ausschluss von Minderheitsaktionären gegen ihren Willen oftmals der Begriff *freeze out* verwendet. In diesem Beitrag werden wir jedoch um der Einheitlichkeit willen auch im Abschnitt zum US-amerikanischen Recht den Terminus *squeeze out* verwenden.

³¹ Für einen ersten Überblick zum *short form merger* gemäss sec. 253 des Delaware General Corporation Law vgl. KENYON-SLADE (FN 21), N 1.144 ff.

³² KENYON-SLADE (FN 21), N 1.142.

³³ Für Delaware, wo in diesem Fall auch kein Fusionsvertrag nötig ist, vgl. KENYON-SLADE (FN 21), N 1.147.

³⁴ KENYON-SLADE (FN 21), N 1.16.

³⁵ KENYON-SLADE (FN 21), N 1.16, N 1.143 und insbesondere N 1.149 ff.

³⁶ Vgl. MORITZ (FN 15), 62 und HANNO MERKT/STEPHAN N. GÖTHEL, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. A., Frankfurt a.M. 2006, N 1282, die darauf hinweisen, dass in diesen Fällen die Rechtsprechung besonders darauf achtet, dass die Minderheitsaktionäre nicht benachteiligt werden.

³⁷ Vgl. KENYON-SLADE (FN 21), N 1.13 ff.

³⁸ THOMAS W. BATES/MICHAEL L. LEMMON/JAMES S. LINCK, Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold?, Journal of Financial Economics 81 (2006), 681 ff. (685); GUHAN SUBRAMANIAN, Fixing Freezeouts, Yale Law Journal 115 (2005), 1 ff. (16 f.): «In this route, the controlling shareholder would begin, or announce its intention to begin, a tender offer directly to the minority shareholders. The target would form an SC of independent directors to assess the transaction, negotiate with the controller, and issue a Schedule 14D-9 recommendation to the minority (e.g., approve, reject, neutral, or unable to take a position). If the controller gained sufficient shares in its tender offer to get to 90% voting control of the target, it would then execute a short-form merger, which does not require a shareholder vote, in order to eliminate the remaining (nontendering) minority shareholders. Because 90% is the critical threshold in a tender offer freezeout, the controller would typically condition its offer on getting to 90% control (a <90% condition>).»

³⁹ KENYON-SLADE (FN 21), N 1.140; vgl. SUBRAMANIAN (FN 38), 8 f.: «In a merger freezeout, the controlling shareholder establishes a wholly owned corporation; the target board (typically dominated by the controller) approves the merger; and the shareholders of the target (again, dominated by the controller) approve the transaction. Under the terms of the merger, the minority shareholders receive either cash or the controller's stock in exchange for their shares in the target.»

⁴⁰ SUBRAMANIAN (FN 38), 9; MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1281.

eine gewöhnliche Fusion, der die Generalversammlungen der beteiligten Gesellschaften zustimmen müssen.

c. Reverse stock split

Die am seltensten eingesetzte Variante, um Minderheitsaktionäre auszuschliessen, ist der *reverse stock split*.⁴¹ Die meisten Gliedstaaten erlauben es einer Gesellschaft, ausstehende Aktien einer bestimmten Gattung in ein Vielfaches ihrer Zahl zu teilen oder umgekehrt in einer Gattung eine Vielzahl alter Aktien in einen neuen Titel umzuwandeln. Nicht erforderlich ist, dass die Inhaber der betroffenen Aktien diesem Vorgehen zustimmen. Hierbei ist oft zulässig, den betroffenen Aktionären an Stelle eines Aktienteils eine Barabfindung auszuzahlen.⁴²

d. Vergleich der Varianten

Abgesehen von der selten angewandten Variante des *reverse stock split*, präsentiert sich der Vergleich der beiden hauptsächlich gebräuchlichen Methoden im Recht von Delaware folgendermassen:⁴³ Will ein beherrschender Aktionär die Minderheitsaktionäre ausschliessen, stehen ihm dafür grundsätzlich die Wege des gewöhnlichen *freeze out merger* oder des öffentlichen Angebots mit anschliessendem *short form merger* zur Verfügung. In beiden Fällen informiert zunächst der Grossaktionär den Verwaltungsrat der Gesellschaft von seiner Absicht, die Kleinaktionäre eliminieren zu wollen. Daraufhin bildet der Verwaltungsrat einen Ausschuss aus unabhängigen Mitgliedern. Während jedoch bei der ersten Variante dieser Ausschuss ein Vetorecht hat und theoretisch unbestimmt lang über die Fusion verhandeln kann, steht ihm diese Möglichkeit beim *tender offer squeeze out* nicht offen. Dort hat er lediglich zehn Tage Zeit, um eine Empfehlung an die Minderheitsaktionäre abzugeben.

Ein weiterer wichtiger Unterschied liegt im Standard, den die Transaktionen bei einer gerichtlichen Überprüfung erfüllen müssen.⁴⁴ Der *freeze out merger* muss dem *entire fairness test* genügen, während beim *squeeze out* via öffentliches Angebot nur eine eingeschränkte Prüfung erfolgt.⁴⁵ Diese Differenzen haben schliesslich dazu geführt, dass der beherrschende Aktionär im Durchschnitt bei *tender offer squeeze outs* weniger an die Minderheitsaktionäre bezahlt als in *freeze out mergers*.⁴⁶

4.3 Rechtsgrundlagen zum Schutz der ausscheidenden Minderheitsaktionäre

a. Im Bundesrecht

Im Jahre 1979 erliess die Securities and Exchange Commission (SEC) die Rule 13e-3, um den Schutz der ausscheidenden Minderheitsaktionäre bei *going private squeeze outs* zu verbessern.⁴⁷ Diese Norm ist nicht nur auf direkte *going private* Transaktionen anwendbar, sondern auch auf Übernahmen einer Tochtergesellschaft durch ihre kotierte Mutter.⁴⁸ Rule 13e-3 verlangt u.a., dass der mit dem *going private* verfolgte Zweck sowie der Grund für die Wahl der jeweiligen *squeeze out* Technik offen gelegt werden. Zudem ist detailliert darzustellen, welche Vor- und Nachteile der *squeeze out* für die Minderheitsaktionäre hat. Dabei sind bloss Schlussfolgerungen unzureichend.⁴⁹ Ferner muss eine Zusicherung abgegeben werden, dass der *squeeze out* die ausscheidenden Minderheitsaktionäre nicht unangemessen benachteiligt.⁵⁰

Neben der einschlägigen Rule 13e-3 kann Rule 10b-5, die irreführendes oder manipulatives Verhalten verbietet, beim *squeeze out* Bedeutung erlangen. Dies ist jedoch nur bei einer arglistigen Schädigung der Minderheitsaktionäre der Fall.⁵¹

b. Im gliedstaatlichen Recht

aa. Entire fairness test

Nach der gliedstaatlichen Praxis muss bei einem *squeeze out* zunächst insgesamt gewährleistet sein, dass die ausscheidenden Aktionäre fair behandelt werden. Dies wird grundsätzlich anhand des so genannten *entire fairness test* beurteilt. Dieser Test besteht aus zwei Teilen: Zum einen wird verlangt, dass den Minderheitsaktionären ein *basically fair price* angeboten wird. Zum zweiten muss das Beschlussverfahren, in welchem der Verwaltungsrat dem *squeeze out* zugestimmt hat, den Anforderungen an ein faires Verfahren genügen. Zu diesem Zweck wird regelmässig ein besonderer Ausschuss aus unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern gebildet. Ferner sind die Einzelheiten des *squeeze out* den Minderheitsaktionären in angemessener Weise offen zu legen.⁵²

Sind die Voraussetzungen des Tests nicht erfüllt, haben die Minderheitsaktionäre folgende Möglichkeiten: Sie können versuchen, den *squeeze out* auf dem Wege des provisorischen Rechtsschutzes durch eine einstweilige Anordnung (*injunction*) untersagen zu lassen. Gelingt

⁴¹ Vgl. SUBRAMANIAN (FN 38), 16 (FN 75) m.H., wonach nur zwei der 121 untersuchten *squeeze outs* auf diesem Weg durchgeführt wurden.

⁴² MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1283.

⁴³ Vgl. SUBRAMANIAN (FN 38), 22.

⁴⁴ Zu diesen Standards vgl. II.4.3b nachfolgend.

⁴⁵ Vgl. dazu II.4.3aa nachfolgend.

⁴⁶ SUBRAMANIAN (FN 38), 22 m.H.

⁴⁷ Vgl. dazu SUBRAMANIAN (FN 38), 9 f.

⁴⁸ MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1297.

⁴⁹ Vgl. Schedule 13E-3, Item 7 i.V.m. Item 1013 Regulation M-A.

⁵⁰ Vgl. Schedule 13E-3, Item 8 i.V.m. Item 1014 Regulation M-A.

⁵¹ MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1295 f.

⁵² BATES/LEMMON/LINCK (FN 38), 684 f.; MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1300.

dies nicht, haben die ausscheidenden Aktionäre einen Anspruch auf Schadenersatz im Umfang der Differenz zwischen dem bezahlten und dem tatsächlich angemessenen Preis für ihre Aktien.⁵³

In ihrer jüngeren Praxis⁵⁴ haben die Gerichte in Delaware eine Methode zugelassen, bei der die strengen Voraussetzungen des *entire fairness test* nicht erfüllt sein müssen. Dies ist der Fall, sofern der Mehrheitsaktionär ein öffentliches Angebot ankündigt, dessen Ziel es ist, den Anteil an der Zielgesellschaft auf über 90% zu erhöhen.⁵⁵ Ist das Angebot erfolgreich, kann der Anbieter anschliessend eine Fusion nach sec. 253 Delaware General Corporation Law (*short form merger*) durchführen und so die verbleibenden Minderheitsaktionäre gegen deren Willen und ohne eine Generalversammlung ausschliessen. Der Bieter ist gemäss dem Delaware *Court of Chancery* nicht verpflichtet, im Rahmen des öffentlichen Angebots einen angemessenen Preis anzubieten, weil die Minderheitsaktionäre wählen können, ob sie ihre Anteile andienen möchten. In diesen Fällen standen die Angebote jedoch unter der unabdingbaren Bedingung, dass eine Mehrheit der Minderheitsaktionäre ihre Anteile im Rahmen der Offerte andient.⁵⁶ Ansonsten kann der *entire fairness test* nicht vermieden werden.⁵⁷

bb. Business purpose test

In einzelnen Gliedstaaten, darunter New York und Massachusetts, nicht aber in Delaware,⁵⁸ wird der *squeeze out* neben dem *entire fairness test* auch dem so genannten *business purpose test* unterzogen.⁵⁹ Verlangt wird dabei, dass das Management oder der Mehrheitsaktionär mit dem *squeeze out* einen eigenständigen und anerkanntswerten Zweck verfolgt, der über die blosser Eliminierung der bestehenden Minderheitsbeteiligung hinausgeht. Diese Voraussetzung dürfte bei zweistufigen Übernahmen und bei der Mutter-Tochter-Fusion regelmässig erfüllt sein.⁶⁰ Beim *going private squeeze out* könnte sich gemäss HANNO MERKT/STEPHAN N. GÖTHEL⁶¹ die Lage anders präsentieren. Dort sei – so ihre nicht überzeugende Meinung – in der Regel der einzige Grund für den *squeeze out*, die Minderheitsaktionäre zu eliminieren. Sofern es also nicht darum gehe,

den absoluten Gewinn einer Gesellschaft zu erhöhen, sondern lediglich darum, den relativen Anteil zu steigern, den der Mehrheitsaktionär am Gewinn hat, dürfte es an einem *valid business purpose* fehlen. Der *squeeze out* wäre damit unzulässig.⁶²

III. Die Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG

1. Einleitung

Die Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG ermöglicht einem Anbieter, der ein öffentliches Angebot durchgeführt hat, unter gewissen Voraussetzungen sämtliche Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben und so die Minderheitsaktionäre auszuschliessen. Dieser so genannte *squeeze out* ist in der Praxis sehr bedeutend, weil er es dem Anbieter erlaubt, die Zielgesellschaft vollständig zu übernehmen und in seinen Konzern zu integrieren.⁶³ Bei der Kraftloserklärung handelt es sich um ein Instrument des *Mehrheitsschutzes*,⁶⁴ das dem Anbieter erlaubt, auch gegen den Willen einer Aktionärsminorität die vollständige Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen.

Nachfolgend werden zunächst die Voraussetzungen für die börsenrechtliche Kraftloserklärung im Einzelnen umschrieben (2.), bevor kurz auf ausgewählte Verfahrensfragen in diesem Kontext eingegangen wird (3.).

2. Die Voraussetzungen der Kraftloserklärung

2.1 Vorbemerkung

Falls der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98% der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, kann er nach Art. 33 Abs. 1 BEHG binnen einer Frist von drei Monaten vom Richter verlangen, dass die restlichen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen entsprechende Entschädigung kraftlos erklärt werden.⁶⁵ Nachfolgend widmen wir uns den einzelnen (kumulativen) Voraussetzungen für die Kraftloserklärung.

⁵³ MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1300 und 1307 f.

⁵⁴ Grundlegend: *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation* (No. Civ. A. 18700, 2001 WL 716787 [Del. Ch. June 19, 2001]).

⁵⁵ MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1309 m.H.; vgl. GUHAN SUBRAMANIAN, Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory, Evidence & Policy, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 472, April 2004, 4 f.

⁵⁶ So genannte *majority of the minority condition*.

⁵⁷ SUBRAMANIAN (FN 55), 5; vgl. auch BATES/LEMMON/LINCK (FN 38), 685; MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1309.

⁵⁸ Vgl. dazu KENYON-SLADE (FN 21), N 1.148.

⁵⁹ MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1311 m.H.

⁶⁰ So könnte man hier argumentieren, dass die vollständige Übernahme von Beginn weg geplant gewesen war und sie wegen der daraus entstehenden Einsparungen für beide Unternehmen finanziell vorteilhaft sei (MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1311).

⁶¹ MERKT/GÖTHEL (FN 36), N 1311.

⁶² Für entsprechende Überlegungen zum Schweizer Recht vgl. IV.6 nachfolgend.

⁶³ Vgl. RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 381 f.

⁶⁴ Vgl. auch PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht (...), Habil. Bern 2001, § 10 N 190 und 242 sowie DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 444.

⁶⁵ Ausführlich zur Kraftloserklärung HEINZ SCHÄRER/HARALD ZEITER, Going Private Transaktionen, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions V, Zürich/Basel/Genf 2003, 35 ff. (38 ff.); KUNZ (FN 64), § 10 N 182 ff. Art. 33 BEHG scheint auch anwendbar zu sein, wenn bloss Partizipationsscheine der Zielgesellschaft kotiert sind (RENA TE W EY, Neuste Entwicklungen des Schweizerischen Finanzmarktrechts, SZW 3/2002, 190 ff. [204]).

2.2 Vorliegen einer «Zielgesellschaft»

Damit die Klage nach Art. 33 BEHG erfolgreich ist, muss es sich bei der Zielgesellschaft grundsätzlich um eine schweizerische Gesellschaft handeln, die mindestens eine Kategorie ihrer Beteiligungspapiere an einer Börse in der Schweiz kotiert hat.

Nicht erforderlich ist gemäss der h.L.⁶⁶ und Praxis,⁶⁷ dass Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft im Zeitpunkt der Klage oder des Urteils in der Schweiz kotiert sind. Die gegenteilige, allein von PETER V. KUNZ⁶⁸ vertretene Ansicht vermag nicht zu überzeugen. Sie erscheint zu formalistisch und verkennt in ihrer Argumentation, dass die Angebotsadressaten bereits beim öffentlichen Angebot die von ihm geforderte Ausstiegsmöglichkeit hatten. Ferner müssten die Aktien der Zielgesellschaft auf Grund des zu geringen *free float* ohnehin zwangsweise dekotiert werden, falls der Anbieter dies nicht selber beantragen würde.⁶⁹ Dem erfolgreichen Anbieter steht es somit frei, das Dekotierungsverfahren einzuleiten und zu Ende zu führen, noch bevor die Klage auf Kraftloserklärung eingereicht oder das entsprechende Urteil rechtskräftig ist.⁷⁰

Diese Ansicht wird durch ein jüngeres Urteil des Kantonsgerichts Zug bekräftigt. Darin wurde Art. 33 BEHG sogar auf eine Gesellschaft angewendet, deren Aktien gar nie börsenkotiert waren.⁷¹ Der Hintergrund dieses Falles ist, dass die UEK das öffentliche Angebot

für die nicht kotierten Aktien der Clair Finanz Holding AG den Art. 22 ff. BEHG unterstellte. Die UEK ging dabei von einer teleologischen Lücke aus,⁷² weil die beurteilte Transaktion insgesamt betrachtet einem öffentlichen (Teil-)Angebot für Aktien einer kotierten Gesellschaft entsprach.⁷³ Somit war es nur konsequent – jedoch nicht zwingend – dem Anbieter nicht nur die börsengesetzlichen Pflichten, sondern auch die Rechte – insbesondere das Recht zur Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG – zuzugestehen.⁷⁴

2.3 Vorangegangenes öffentliches Angebot

Die Kraftloserklärung gestützt auf Art. 33 BEHG ist nur im Anschluss an ein öffentliches Angebot gemäss den Bestimmungen des BEHG zulässig. Nicht massgeblich ist dabei, ob es sich um ein freiwilliges oder um ein obligatorisches Angebot handelte.⁷⁵

Entgegen einer Lehrmeinung⁷⁶ könnte es u.E. durchaus ausreichen, wenn der Anbieter sein Angebot freiwillig dem BEHG unterstellt. Da die Aktionäre der Zielgesellschaft dann in den Genuss der börsenrechtlichen Schutzbestimmungen kommen, sollte der Anbieter – in Anlehnung an den soeben zitierten Fall Clair Finanz Holding AG –⁷⁷ verbleibende Minderheitsaktionäre nach Art. 33 BEHG ausschliessen können. Die UEK dürfte jedoch nur bedingt – für den Fall eines negativen Kompetenzkonflikts nämlich – und in beschränktem Ausmass⁷⁸ akzeptieren, dass sich ein Anbieter freiwillig dem schweizerischen Börsenrecht unterstellt.⁷⁹

⁶⁶ KOHLIK (FN 4), 220 und 277 f.; GOTSCHÉV (FN 2), N 789; SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 40 und 62 f.; BSK BEHG-SCHILTKNECHT, Art. 33 N 6; WEY (FN 65), 203; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Diss. Bern 1998 (= ASR 614), 246.

⁶⁷ Urteil des Handelsgerichts des Kantons St. Gallen vom 22. September 1998, E. 1, zit. in MYRIAM SENN, Finanzmarktrechtliche Entscheide: Praxis zum schweizerischen Finanzmarktrecht, Bern 2001, 365.

⁶⁸ PETER V. KUNZ, Kotierung sowie Dekotierung, oder: «Werden» und «Sterben» der Publikumsgesellschaften, GesKR 2–3/2006, 117 ff. (137); KUNZ (FN 64), § 10 N 209 ff., (210): «Die Kraftloserklärung als Ausschlussrecht kann nur zulässig sein, weil als *Korrelat* für die Gesellschafter eine «exit»-Form funktioniert, nämlich der Börsenhandel. (...) Eine Kraftloserklärung kann somit nur zulässig sein, bis die *Publikums-AG untergeht* oder m.a.W. bis zur Dekotierung.» (Hervorhebungen im Original).

⁶⁹ Vgl. Art. 80 Ziff. 3 KR und SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 62. Ausserdem bietet das Verfahren der Dekotierung den Minderheitsaktionären noch ausreichend Zeit, um ihre Aktien über die Börse zu veräussern.

⁷⁰ Wenn jedoch abzusehen ist, dass das Kraftloserklärungsverfahren scheitern könnte, könnte der Anbieter die Aktien der Zielgesellschaft kotiert lassen, damit er ein erneutes Angebot publizieren kann, das ihn zur Kraftloserklärung berechtigt (SCHÄRER/ZEITER [FN 65], 63).

⁷¹ Vgl. dazu und zur Vorgeschichte dieses Falles RAFFAEL BÜCHI, Erstmalige Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nichtkotierte Gesellschaft – Abspaltung, Übernahme und Kraftloserklärung als Alternative zum Verkauf eines Unternehmensteils, Bemerkungen zum Urteil des Kantonsgerichts Zug vom 6.1.2005 i.S. Carlton-Holding AG gegen Clair Holding AG, AJP 4/2005, 496 ff.

⁷² Dies trotz des eindeutigen Wortlauts von Art. 2 lit. e und Art. 22 Abs. 1 BEHG.

⁷³ Vgl. die Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.5. In diesem Fall wurde ein Teil einer börsenkotierten Gesellschaft abgespalten, indem er auf eine neu gegründete nicht kotierte Gesellschaft – die Clair Finanz Holding AG – übertragen wurde. Im unmittelbaren Anschluss daran wurde den Aktionären der neu gegründeten Gesellschaft, die mit den Aktionären der alten Gesellschaft identisch waren, ein öffentliches Kaufangebot unterbreitet. Kritisch dazu GOTSCHÉV (FN 2), N 221.

⁷⁴ Gleicher Meinung BÜCHI (FN 71), 497. Ohne Stellungnahme KUNZ (FN 68), 137; PIERRE TERCIER/WALTER A. STOFFEL, Das Gesellschaftsrecht 2004/2005, SZW 6/2005, 311 ff. (311 f. und 319).

⁷⁵ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 40.

⁷⁶ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 40.

⁷⁷ Vgl. III.2.2 oben.

⁷⁸ Einschränkungen macht die UEK bezüglich der für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft geltenden Regeln und den im Falle von Konkurrenzofferten geltenden Bestimmungen (vgl. Empfehlung der UEK i.S. TAG Heuer International SA vom 21. September 1999, E. 2).

⁷⁹ Vgl. die Empfehlung der UEK i.S. TAG Heuer International SA vom 21. September 1999, E. 2: Es muss «möglich sein, ein Angebot auf eine Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland und Kotierung in der Schweiz freiwillig dem schweizerischen Übernahmerecht zu unterstellen, soweit das Angebot nicht schon einer adäquaten Beaufsichtigung im Sitzland untersteht.»

2.4 Erreichen der Schwelle von 98% der Stimmrechte

a. Vorbemerkungen

«Nach Ablauf der Angebotsfrist» muss der Anbieter mehr als 98% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, um die Minderheitsaktionäre gestützt auf Art. 33 BEHG eliminieren zu können. Im Schweizer Recht genügt es, wenn der Anbieter mehr als 98% sämtlicher Stimmrechte auf sich vereint. Hat die Zielgesellschaft mehrere Aktienkategorien ausgegeben, ist es folglich nicht erforderlich, dass der Anbieter jeweils mehr als 98% jeder Kategorie innehat.⁸⁰

Angesichts der – teilweise deutlich –⁸¹ niedrigeren Schwellenwerte im internationalen Umfeld, wäre es *de lege ferenda* empfehlens- oder zumindest erwägenswert, den Schwellenwert für den börsenrechtlichen *squeeze out* zumindest auf 95% der Stimmrechte oder gar auf 90% der Stimmen und des Kapitals⁸² zu reduzieren.⁸³ Solange das Verhältnis von Art. 33 BEHG zum *squeeze out merger* nach FusG nicht ausreichend geklärt ist,⁸⁴ könnte die überhöhte 98%-Schwelle nämlich bewirken, dass im Schweizer Markt wohlfahrtsökonomisch betrachtet sinnvolle Übernahmen und *going private* Transaktionen ausbleiben oder scheitern, und so den schweizerischen Unternehmenskontrollmarkt schädigen.

In einem ersten Schritt schildern wir nachfolgend, wie man die Berechnungsgrundlage von 100% der Stimmrechte bestimmt (b.). Anschliessend wird untersucht, welche Aktien dem Bieter zugerechnet werden (c.), bevor wir uns mit dem für diese Berechnungen massgebenden Zeitpunkt befassen (d.).

b. Berechnung auf Seiten der Zielgesellschaft (Nenner)

Wie bei der Meldepflicht (Art. 10 Abs. 2 BEHV-EBK) und bei der Angebotspflicht (Art. 28 Abs. 1 BEHV-

EBK) berechnet sich die Gesamtzahl der Stimmrechte gemäss dem Eintrag im Handelsregister.⁸⁵ Auch Aktien, deren Stimmrechte ruhen – insbesondere eigene Aktien der Zielgesellschaft – oder nicht ausübbar sind, werden dabei berücksichtigt.⁸⁶ Aktien aus ordentlichem oder genehmigtem Kapital sind erst zu berücksichtigen, wenn der entsprechende Handelsregistereintrag erfolgt ist. Gleiches gilt für Aktien, die aus einer bedingten Kapitalerhöhung hervorgegangen sind, selbst wenn die Aktionärsrechte gemäss Art. 653e Abs. 3 OR bereits mit Erfüllung der Einlagepflicht entstehen.⁸⁷

c. Berechnung der Beteiligung des Anbieters (Zähler)

aa. Vorbemerkung

Art. 54 BEHV regelt, wie sich der relevante Stimmrechtsanteil des Anbieters berechnet. Lit. a dieser Norm weist auch Aktien mit ruhendem Stimmrecht dem Bieter zu. Gleich verfährt lit. b mit indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten gehaltenen Aktien. Nicht dem Anbieter zugerechnet werden von ihm gehaltene Call Optionen, solange die Optionen nicht ausgeübt und die Aktien auf den Anbieter übertragen werden. Dies gilt selbst dann, wenn für diese Optionen die Realisierung vorgesehen ist.

bb. Indirektes Halten im Bereich der Kraftloserklärung

Soweit es darum geht zu bestimmen, unter welchen Umständen indirekt gehaltene Aktien dem Anbieter gestützt auf Art. 54 lit. b BEHV zugerechnet werden, ist Art. 9 Abs. 3 BEHV-EBK analog anwendbar, selbst wenn kein ausdrücklicher entsprechender Verweis vorliegt.⁸⁸ An dieser Stelle im Einzelnen darzulegen, was unter den Tatbestand der indirekten Beteiligung fällt, würde zu weit führen. Dazu sei auf die Ausführungen bei GEORG GOTSCHÉV⁸⁹ verwiesen.

cc. Die organisierte Gruppe im Bereich der Kraftloserklärung

Art. 54 lit. b BEHV reguliert die organisierte Gruppe im Bereich der Kraftloserklärung. Charakteristisch für diese Norm ist, dass sie sich in zwei Gesichtspunkten vom ansonsten geltenden börsenrechtlichen Gruppenbegriff unterscheidet. *Erstens* wurde bei der Kraftloserklärung – im Gegensatz zum Gruppenbegriff nach Art. 11 UEV-UEK bzw. Art. 27 BEHV-EBK – kein ausdrücklicher Hinweis auf Art. 15 BEHV-EBK an-

⁸⁰ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 42. Zur umstrittenen Frage, wann der Anbieter dazu berechtigt ist, nicht stimmberechtigte Beteiligungsrechte kraftlos erklären zu lassen, vgl. KOHLIK (FN 4), 222 f. und SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 58 ff. m.w.H. Letztere knüpfen an das vorangegangene öffentliche Angebot an und gehen davon aus, dass ein Anbieter alle Beteiligungspapiere kraftlos erklären lassen kann, die das Angebot umfasste. Dies «unabhängig von der Anzahl der nicht stimmberechtigten Beteiligungspapiere, über die er selbst verfügt oder die ihm zugerechnet werden.»

⁸¹ Wie gesehen kann beim US-amerikanischen *freeze out merger* bereits eine gewöhnliche Mehrheit ausreichen, um die vollständige Kontrolle über eine Gesellschaft zu erlangen.

⁸² Diese Meinung propagieren KOHLIK (FN 4), 237 und PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. A., Zürich 2004, § 7 N 240 und § 11 N 217 ff.

⁸³ Für eine Überprüfung dieses Schwellenwerts sprach sich schon PETER NOBEL, Zur 13. EU-Richtlinie und zur Frage der Harmonisierung überhaupt, SZW 1/2002, 30 ff. (32), mit Blick auf die Entwicklungen in der EU aus.

⁸⁴ Vgl. dazu V. nachfolgend.

⁸⁵ GOTSCHÉV (FN 2), N 789; KOHLIK (FN 4), 221; SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 41; KUNZ (FN 64), § 10 N 198; BERNET (FN 66), 243 (FN 965).

⁸⁶ GOTSCHÉV (FN 2), N 789; SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 41.

⁸⁷ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 41; KOHLIK (FN 4), 221.

⁸⁸ GOTSCHÉV (FN 2), N 792.

⁸⁹ GOTSCHÉV (FN 2), N 344 ff.

gebracht, um den Begriff des gemeinsamen Haltens zu umschreiben.⁹⁰ *Zweitens* findet man sich beim *squeeze out* in einer gewissermassen verdrehten Interessenlage, die dem älteren Gruppenverständnis entgegensteht. Versuchte man ursprünglich den Begriff der Gruppe weit zu fassen und so Umgehungen der gesetzlichen Pflichten zu verhindern, präsentiert sich die Situation bei der Kraftloserklärung anders. Umgehungsängste weckt hier vielmehr der Umstand, dass ein gemeinsames Handeln zu rasch bejaht werden und der Anbieter infolgedessen zu Unrecht den Schwellenwert von 98% der Stimmrechte überschreiten könnte. Im Interesse des Minderheitenschutzes würde somit eine eher enge Auslegung des Gruppenbegriffs gemäss Art. 54 lit. b BEHV liegen. Dabei ist stets zu beachten, dass die Kraftloserklärungsklage ein Instrument des Mehrheitsschutzes ist, weshalb der Schutz der Kleinaktionäre bei der Auslegung nicht überbetont werden darf.

Es stellt sich die Frage, was unter einer gemeinsamen Absprache i.S.v. Art. 54 lit. b BEHV zu verstehen ist. Kann bei dieser Auslegung auf Art. 15 BEHV-EBK Bezug genommen werden, auch wenn ein ausdrücklicher Verweis darauf fehlt? Gemäss der wohl h.L. werden in Absprache mit Dritten gehaltene Aktien nur berücksichtigt, wenn die Gruppenmitglieder eine andauernde Absprache beabsichtigen oder die Aktien durch ein gemeinsames öffentliches Angebot erworben haben.⁹¹ Ferner soll es dem Anbieter nicht schaden, wenn er die Aktien der Zielgesellschaft vorgängig an eine andere Person, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelt, übertragen hat. Erfolgte die Absprache mit Dritten jedoch einzig zum Zweck, den Schwellenwert von 98% zu überschreiten, sollen die davon betroffenen Aktien nicht berücksichtigt werden. Die Kraftloserklärungsklage soll dann dem Anbieter verwehrt bleiben.⁹²

U.E. enthält Art. 54 lit. b BEHV einen eigenständigen, umfassenden Begriff der gemeinsamen Absprache.⁹³ Ein Verweis auf Art. 15 BEHV-EBK fehlt an dieser Stelle nicht versehentlich. Die drei börsenrechtlichen Gruppenbegriffe – derjenige bei der Angebotspflicht (Art. 27 BEHV-EBK),⁹⁴ bei der Meldepflicht (Art. 15 BEHV-EBK)⁹⁵ und im Rahmen öffentlicher Angebote (Art. 11 UEV-UEK)⁹⁶ – werden allesamt von Art. 54 lit. b BEHV erfasst. Liegt nämlich eine meldepflichtige Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK vor, deren

Mitglieder gemeinsam ein öffentliches Angebot unterbreiten, ist für die Zwecke der Kraftloserklärung auch die gesamte Beteiligung der Offerenten zu berücksichtigen. Die engere organisierte angebotspflichtige Gruppe i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK wird dabei bereits erfasst.⁹⁷ Schliesslich fallen auch die Aktien aller mit dem Anbieter im Hinblick auf das öffentliche Angebot nach Art. 11 UEV-UEK gemeinsam handelnden Personen unter den Gruppenbegriff des Art. 54 lit. b BEHV. Denn es geht nicht an, dem Anbieter das Verhalten solcher Personen bspw. für die *best price rule* zuzurechnen, diesem anschliessend jedoch das Recht zu verweigern, die von ihnen gehaltenen Aktien bei der Berechnung der 98%-Schwelle heranzuziehen. Angesichts dessen wird auch ersichtlich, dass ein Verweis auf Art. 15 Abs. 1 und 2 BEHV-EBK zu Recht – wenn auch wohl unbewusst – nicht aufgenommen wurde. Gewiss nicht unter Art. 54 lit. b BEHV fällt aber eine Absprache, die nur im Hinblick auf die geplante Kraftloserklärung selbst erfolgt. Als solche gilt v.a. eine Koordination des Verhaltens, die erst eingegangen wird, nachdem die Angebotsfrist abgelaufen ist.⁹⁸

d. Zeitpunkt der Berechnung

Umstritten ist, welcher Zeitpunkt massgebend ist, um die beiden besprochenen Bezugsgrössen zu bestimmen. Mit HEINZ SCHÄRER/HARALD ZEITER⁹⁹ und KAREL KOHLIK¹⁰⁰ ist davon auszugehen, dass sich dieser nach dem anwendbaren kantonalen Zivilprozessrecht richtet. Damit kommt er in den meisten Fällen auf den Urteilszeitpunkt zu liegen.¹⁰¹ Folglich sind auch Aktien zu berücksichtigen, die bis zum Zeitpunkt des Urteils durch die Ausübung von Wandelrechten oder Optionen ausgegeben und im Handelsregister eingetragen werden.¹⁰²

Ferner sind auf Grund dieser Überlegung auch Aktien, die nach dem Ablauf der Angebotsfrist vom Anbieter oder von mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen erworben werden, bei der Berechnung der Gesamtbeteiligung zu berücksichtigen.¹⁰³ In der Lehre lehnen die meisten Autoren diese Meinung ab.¹⁰⁴ Für

⁹⁰ Das ist nicht mit der gestaffelten Inkraftsetzung des BEHG und dessen Ausführungsverordnungen zu erklären, denn auch die Art. 54 f. BEHV traten erst per 1. Januar 1998 in Kraft (vgl. Art. 59 Abs. 2 BEHV).

⁹¹ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 42; KOHLIK (FN 4), 221.

⁹² SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 42; KOHLIK (FN 4), 221; vgl. auch BSK BEHG-SCHILTKNECHT, Art. 33 N 8.

⁹³ GOTSCHKEV (FN 2), N 795.

⁹⁴ Vgl. dazu ausführlich GOTSCHKEV (FN 2), N 598 ff.

⁹⁵ Vgl. dazu ausführlich GOTSCHKEV (FN 2), N 372 ff.

⁹⁶ Vgl. dazu ausführlich GOTSCHKEV (FN 2), N 710 ff.

⁹⁷ GOTSCHKEV (FN 2), N 795.

⁹⁸ GOTSCHKEV (FN 2), N 795.

⁹⁹ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 43.

¹⁰⁰ KOHLIK (FN 4), 222.

¹⁰¹ Vgl. z.B. § 188 Abs. 1 der Zivilprozessordnung des Kantons Zürich.

¹⁰² SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 43.

¹⁰³ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 43 und 60 f.; vgl. auch die Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21. Juli 1997, Ziff. II/3.

¹⁰⁴ So WEY (FN 65), 203; KOHLIK (FN 4), 219. Für KUNZ (FN 64), § 10 N 207, muss der Grenzwert bereits nach Ablauf des Angebots erreicht sein. CHRISTIAN KÖPFLI, Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot, SJZ 94 (1998), 53 ff. (60) und offenbar auch BSK BEHG-SCHILTKNECHT, Art. 33 N 9, erachten es als ausreichend, wenn der Schwellenwert im Zeitpunkt der Klageeinleitung überschritten ist.

die hier vertretene Ansicht spricht u.E. neben den zivilprozessualen Überlegungen auch die wohlfahrtsökonomische Sicht. Es würden nämlich hohe, mit Blick auf den Minderheitenschutz nicht gerechtfertigte zusätzliche Transaktionskosten anfallen, falls der Anbieter gezwungen wäre, ein zweites öffentliches Angebot zu unterbreiten, um die 98%-Schwelle zu erreichen. In diesem Kontext schützt die *best price rule* (Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK) die (finanziellen) Interessen der Kleinaktionäre ausreichend.¹⁰⁵

2.5 Fristgerechte Klage gegen Zielgesellschaft

Die Klage auf Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere gegen die Zielgesellschaft muss innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Nachfrist eingereicht werden.

2.6 Entschädigung

Als Entschädigung muss den auszuschliessenden Minderheitsaktionären der Angebotspreis bezahlt bzw. müssen die im Rahmen eines Umtauschangebots offerierten Beteiligungspapiere übertragen werden (Art. 33 Abs. 2 BEHG). Im Gesetz nicht vorgesehen ist ein Zinszuschlag für den Zeitwert oder ein Ausgleich für eine während der Dauer des Kraftloserklärungsverfahrens eingetretene Wertdifferenz bei einem Umtauschangebot.¹⁰⁶ Der zu eliminierende Aktionär erhält bei einem Umtauschangebot somit die Anzahl Beteiligungspapiere des Anbieters, die bei der Abwicklung des Angebots auf Grund der jeweiligen Formel errechnet wurde.

Im Gegensatz zum *squeeze out merger* nach FusG¹⁰⁷ kann im Verfahren der Kraftloserklärung die Höhe der Entschädigung nicht angefochten werden. Sie wird durch Art. 33 Abs. 2 BEHG bestimmt. Ein Aktionär, der mit der Entschädigung nicht einverstanden ist, hat dies folglich im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot zu beanstanden.¹⁰⁸

3. Verfahrensfragen

3.1 Vorbemerkungen

Um eine Kraftloserklärung erfolgreich durchzuführen, muss der Anbieter innerhalb der Verwirklichungsfrist von drei Monaten nach Ablauf der Nachfrist gegen die Zielgesellschaft Klage erheben.¹⁰⁹

Für eine ausführliche Darstellung der technischen Abwicklung einer Kraftloserklärung sei auf die Ausführungen bei HEINZ SCHÄRER/HARALD ZEITER¹¹⁰ verwiesen.

3.2 Rechtsnatur und Gegenstand der Klage

Bei der Klage auf Kraftloserklärung handelt es sich um eine Gestaltungsklage mit Wirkung *erga omnes*.¹¹¹ Es kann auch derjenige die Klage erheben, welcher die Aktien der Zielgesellschaft vom Anbieter erwirbt, bevor die Klage eingereicht wurde oder während das Kraftloserklärungsverfahren lief.¹¹²

Gegenstand des Verfahrens ist einzig die Frage, ob die Voraussetzungen der Kraftloserklärung erfüllt sind. Insbesondere kann der Angebotspreis nicht angefochten oder zum Verfahrensgegenstand gemacht werden.¹¹³

3.3 Zuständigkeit

Im nationalen Verhältnis ist die Klage am Sitz der Zielgesellschaft einzureichen (Art. 3 Abs. 1 lit. b GestG). Den Parteien steht es ferner offen, die örtliche Zuständigkeit mittels Gerichtsstandsvereinbarung i.S.v. Art. 9 GestG zu regeln.¹¹⁴ Im internationalen Verhältnis befindet sich der Gerichtsstand nach Art. 2 LugÜ i.V.m. Art. 151 IPRG ebenfalls am Sitz der beklagten Zielgesellschaft.¹¹⁵ Auch eine Gerichtsstandsvereinbarung nach Art. 17 LugÜ ist möglich, da die Zielgesellschaft ihren Sitz in der Schweiz hat und dies den Anforderungen von Art. 17 LugÜ genügt.

¹⁰⁵ Vgl. zur *best price rule* im Kontext von Art. 33 BEHG SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 56 f. und im Allgemeinen GOTSCHEV (FN 2), N 744 ff.

¹⁰⁶ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 55; KUNZ (FN 64), § 10 N 213 f. m.w.H. Vgl. auch die Mitteilung Nr. 3 der UEK betreffend Kraftloserklärung der «restlichen Beteiligungspapiere» nach einem öffentlichen Kaufangebot vom 21. Juli 1997, I. Ziff. 2, Bezug nehmend auf die Übergangsbestimmung des Art. 58 Abs. 10 BEHV, der eine ähnliche Regelung ausdrücklich vorsieht.

¹⁰⁷ Vgl. dazu IV.5.1 nachfolgend.

¹⁰⁸ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 56 f.; a.M. diesbezüglich wohl KOHLIK (FN 4), 210 f. und 223 ff., der unter gewissen Umständen Art. 105 FusG oder Art. 54 Abs. 2 BEHG für analog anwendbar erklärt. Dies ist u.E. *de lege lata* nicht tragbar und auch *de lege ferenda* mit Blick auf die im internationalen Verhältnis sehr strengen Voraussetzungen des Art. 33 BEHG – insbesondere der hohen Schwelle – nicht anzustreben.

¹⁰⁹ Die Gesellschaft gibt dann die kraftlos erklärten Beteiligungspapiere erneut aus und übergibt sie dem Anbieter gegen Entrichtung des Angebotspreises oder Erfüllung des Austauschgebotes zu Gunsten der Eigentümer der für kraftlos erklärten Beteiligungspapiere (Art. 33 Abs. 2 BEHG).

¹¹⁰ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 49 ff.

¹¹¹ GOTSCHEV (FN 2), N 790; ZOBL/KRAMER (FN 64), N 447 m.w.H.; SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 48; MANFRED KÜNG/FELIX M. HUBER/MATTHIAS KUSTER, Kommentar zum Börsengesetz, Zürich 1998, Art. 33 BEHG N 23.

¹¹² GOTSCHEV (FN 2), N 790; SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 44 f. und 48. Ausführlich zu prozessualen Fragen KUNZ (FN 64), § 10 N 212 ff.; SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 44 ff.

¹¹³ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 46.

¹¹⁴ Das vereinbarte Gericht kann jedoch seine Zuständigkeit gemäss Art. 9 Abs. 3 GestG ablehnen, wenn die Streitsache einen ungenügenden örtlichen oder sachlichen Bezug zum vereinbarten Gerichtsstand aufweist (SCHÄRER/ZEITER [FN 65], 47).

¹¹⁵ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 46 f.

Die sachliche Zuständigkeit richtet sich nach dem im jeweiligen Fall anwendbaren kantonalen Recht.

3.4 Stellung der Zielgesellschaft

Die beklagte Zielgesellschaft ist kraft Gesetzes Prozesspartei.¹¹⁶ Mittels Vergleich kann der Prozess nicht erledigt werden.¹¹⁷ In der Praxis anerkennt die Beklagte üblicherweise das Rechtsbegehren des Klägers.¹¹⁸

3.5 Beitritt von Minderheitsaktionären

Erhebt der Anbieter eine Klage auf Kraftloserklärung, macht das Gericht dies öffentlich bekannt und weist die restlichen Aktionäre darauf hin, dass sie dem Verfahren beitreten können, wofür es eine Frist von mindestens drei Monaten festsetzt (Art. 55 Abs. 1 BEHV). Die Bekanntmachung wird dreimal im Schweizerischen Handelsamtsblatt veröffentlicht. In besonderen Fällen kann das Gericht noch in anderer Weise für eine angemessene Veröffentlichung sorgen (Art. 55 Abs. 2 BEHV).

Die Eigentümer der kraftlos zu erklärenden Beteiligungspapiere können dem Verfahren als so genannte unabhängige oder streitgenössische Nebenintervenienten beitreten. Selbst wenn Art. 33 Abs. 1 BEHG von den «restlichen Aktionären» spricht, steht im Falle einer Kraftloserklärung von Partizipationsscheinen den Partizipanten die Beitrittsmöglichkeit offen.¹¹⁹ Der Beitritt als Nebenintervenient setzt ein rechtliches und nicht bloss ein wirtschaftliches Interesse voraus. Deshalb ist der Antrag eines Aktionärs, der dem Verfahren lediglich beitreten möchte, um seine Entschädigung zu verbessern, abzuweisen.¹²⁰

Die Intervenienten sind in ihren Prozesshandlungen von der beklagten Gesellschaft nach Art. 55 Abs. 3 BEHV unabhängig. Mit Eintritt der formellen Rechtskraft des Urteils verlieren die Inhaber der kraftlos erklärten Aktien ihre Aktionärsstellung. Im gleichen Zeitpunkt entsteht bei ihnen eine Ersatzforderung gegen den Kläger auf Bezahlung des Übernahmepreises gemäss dem öffentlichen Angebot.¹²¹

IV. Der squeeze out merger gemäss Fusionsgesetz

1. Einleitung

Das per 1. Juli 2004 in Kraft getretene Fusionsgesetz hat mit der Regelung der Fusion, der Spaltung, der Vermögensübertragung und der Umwandlung das schweizerische Umstrukturierungsrecht umfassend normieren wollen.¹²² Unter dem FusG ist es möglich, Kleinaktionären unter gewissen Voraussetzungen im Rahmen einer Fusion an Stelle von Mitgliedschaftsrechten der übernehmenden Gesellschaft lediglich eine Abfindung auszurichten. Auf dem Weg dieses so genannten *squeeze out merger* kann ein Mehrheitsaktionär die Minderheitsaktionäre gegen ihren Willen auskaufen und die übernommene Gesellschaft zu 100% kontrollieren. Gerade im «sensiblen Bereich»¹²³ des Ausschlusses von Minderheitsaktionären bestehen aber erhebliche Unklarheiten bezüglich der Auslegung des Gesetzes.

Minderheitsaktionäre im Rahmen einer Fusion auszuschliessen bedeutet, den Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität zu durchbrechen. Diesem Aspekt widmen wir uns kurz (2.), bevor wir das beim *squeeze out merger* anwendbare Verfahren schrittweise besprechen (3.). Sodann zeigen wir auf, dass der *squeeze out merger* nicht als vereinfachte Fusion durchgeführt werden kann (4.) und beleuchten kurz die Rechtsbehelfe, die das FusG den Minderheitsaktionären zur Verfügung stellt (5.). Unter 6. legen wir dar, inwieweit das Rechtsmissbrauchsverbot beim *squeeze out merger* relevant ist. Schliesslich wird noch die Frage behandelt, in welchem Verhältnis der *squeeze out merger* zur Dekotierung steht, m.a.W. ob das vorgestellte Institut auch bei einer kotierten Gesellschaft anwendbar ist (7.).

2. Die mitgliedschaftliche Kontinuität

2.1 Grundsatz: Wahrung der mitgliedschaftlichen Kontinuität

Der Grundsatz, dass die mitgliedschaftliche Kontinuität gewahrt wird, gilt als einer der Eckpfeiler der Fusion.¹²⁴ Nach Art. 7 Abs. 1 FusG haben die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft Anspruch auf Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte an der übernehmenden Gesellschaft, die der Verteilung der Stimmrechte sowie allen

¹¹⁶ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 45.

¹¹⁷ Gl. M. SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 45; a.M. KUNZ (FN 64), § 10 N 220.

¹¹⁸ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 45.

¹¹⁹ Urteil des Amtsgerichts Luzern-Stadt vom 17. April 2001 i.S. Kraftloserklärung der Partizipationsscheine der Bucherer AG, Luzern, E. 1, zit. in SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 45 (FN 41).

¹²⁰ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 45 f.

¹²¹ SCHÄRER/ZEITER (FN 65), 48 f.

¹²² Nach Art. 1 Abs. 2 FusG ist die Gewährleistung der Rechtssicherheit ausdrücklicher Zweck des Fusionsgesetzes.

¹²³ MARTIN MOSER/DANIEL EMCH, Austritt und Ausschluss von Minderheitsaktionären bei der Fusion – Neue Instrumente mit Sprengkraft, REPRAX 2/3/2004, 139 ff. (139).

¹²⁴ Gemäss der BOTSCHAFT zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz; FusG) vom 13. Juni 2000, BBl 2000 4337 ff. (4400), soll sie sogar ein Begriffselement der Fusion sein.

anderen relevanten Umständen ihrer bisherigen Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte entsprechen.

2.2 Ausnahme: Abfindung beim *squeeze out merger*

a. Art der Abfindung

Art. 8 FusG ermöglicht als Ausnahme zum Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität, im Fusionsvertrag wahlweise oder zwangsweise eine Abfindung vorzusehen. Im ersten Fall können die Aktionäre zwischen Anteilsrechten der übernehmenden Gesellschaft und einer Abfindung wählen (Art. 8 Abs. 1 FusG). Gemäss Art. 8 Abs. 2 FusG können jedoch die an der Fusion beteiligten Gesellschaften auch vorsehen, dass gewissen Aktionären der übertragenden Gesellschaft *lediglich* eine Abfindung ausgerichtet wird. In diesem Fall erhalten diese einzig eine der Fusionsbewertung entsprechende Abfindung für ihre Aktien und keine Beteiligungsrechte an der übernehmenden Gesellschaft. Diese Variante wird als *squeeze out merger* bezeichnet.

Gemäss der BOTSCHAFT kann die Abfindung in einer Geldleistung oder einer anderen Vermögenszuwendung bestehen; die Zulässigkeit eines so genannten *triangular merger* wird ausdrücklich bejaht.¹²⁵ Nicht liquide Vermögenswerte sollen zur Abfindung unzulässig sein.¹²⁶

b. Umfang der Abfindung

Das Gesetz macht keine direkten Angaben zur Höhe der Abfindung.¹²⁷ Nach seiner Systematik sollte die Abfindung dem wirklichen Wert der bisherigen Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte entsprechen.¹²⁸ Dies ergibt sich aus Art. 7 Abs. 1 FusG, wonach die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft Anspruch auf Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte an der übernehmenden Gesellschaft haben, die der Verteilung der Stimmrechte *sowie allen anderen relevanten Umständen* ihrer bisherigen Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte entsprechen.¹²⁹

Den Unternehmenswert «korrekt» zu bestimmen, ist jedoch naturgemäss komplex und mit einem erheblichen Ermessensspielraum verbunden.¹³⁰ Art. 105 Abs. 1 FusG ermöglicht es deshalb den Gesellschaftern, eine Festsetzung durch den Richter zu verlangen, falls «die Abfindung nicht angemessen ist.»¹³¹

c. Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei der Fusion von Schwestergesellschaften

Im Aktienrecht ist das Gebot der *relativen Gleichbehandlung* der Aktionäre ein allgemeingültiges Prinzip.¹³² Gesetzlich verankert ist es in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR bezüglich Beschlüssen der Generalversammlung und in Art. 717 Abs. 2 OR als Verhaltensmaxime für den Verwaltungsrat. Der Grundsatz besagt im Wesentlichen, dass Aktionäre gleich zu behandeln sind, es sei denn, die Ungleichbehandlung sei sachlich gerechtfertigt und ein angemessenes Mittel, um einen gerechtfertigten Zweck zu erreichen.¹³³

Werden im Rahmen eines *squeeze out merger* zwei Schwestergesellschaften fusioniert, erhält der beherrschende Aktionär Aktien der übernehmenden Gesellschaft, während den Minderheitsaktionären «bloss» eine Abfindung zugeteilt wird. Es ist zu prüfen, ob diese formale Ungleichbehandlung mit dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot vereinbar ist.

Diese Frage ist auf Grund folgender Überlegungen zu bejahen: *Erstens* sind wir der Ansicht, dass Art. 8 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 FusG ihrem Sinne nach eine Ausnahme vom Grundsatz der relativen Gleichbehandlung im Rahmen eines *squeeze out merger* erlauben. Das Gleichbehandlungsgebot ist demzufolge darauf beschränkt, die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre *unter sich* gleich zu behandeln.¹³⁴ Daraus kann nicht geschlossen werden, dass die Kleinaktionäre gleich zu behandeln sind wie der Mehrheitsaktionär.¹³⁵ Teilweise Zwangsabfindungen sind somit zulässig.¹³⁶

Zweitens würde ein formalistisches Verständnis bedeuten, dass man gezwungen wäre, den *squeeze out merger*

¹²⁵ Dabei werden den Aktionären der übertragenden Gesellschaft Anteile der Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft zugewiesen, vgl. BOTSCHAFT (FN 125), 4403.

¹²⁶ LUKAS GLANZMANN, Umstrukturierungen – Eine systematische Darstellung des schweizerischen Fusionsgesetzes, Bern 2006, N 238. Gl. M. wohl auch HANS CASPAR VON DER CRONE/SARAH DOBLER/KARIN EUGSTER, *Privatrechtliche Aspekte der Ausgleichsleistungen und Abfindungen gemäss FusG*, in: Kramer/Nobel/Waldburger (Hrsg.), *Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag*, Zürich/Basel/Genf 2006, 243 ff. (248).

¹²⁷ BOTSCHAFT (FN 125), 4404.

¹²⁸ Bei der erleichterten Fusion (Art. 23 f. FusG) ist eine Abfindung Bedingung, «die dem wirklichen Wert der Anteile entspricht» (Art. 23 Abs. 2 lit. a FusG). Gemäss der BOTSCHAFT (FN 125), 4423, soll dies «im Unterschied zur allgemeinen Regelung» der Fall sein. Sollte damit gemeint sein, dass bei einer normalen Fusion nicht der wirkliche Wert abgefunden werden muss, wäre dies klar abzulehnen (vgl. auch BSK FusG-TSCHÄNI/PAPA, Art. 8 N 18).

¹²⁹ BSK FusG-DUBS, Art. 105 N 1, spricht vom «Prinzip der mitgliedschaftlichen Kontinuität in wirtschaftlicher Hinsicht», das unter anderem in Art. 7 FusG verankert sei.

¹³⁰ Vgl. dazu insbesondere auch ROGER GRONER, *Barabfindungsfusion (Cash Out-Merger)*, SJZ 99 (2003), 393 ff. (395 ff.).

¹³¹ Vgl. dazu IV.5.1 nachfolgend.

¹³² Vgl. dazu im Allgemeinen BÖCKLI (FN 82), § 13 N 679 m.w.H.

¹³³ BÖCKLI (FN 82), § 13 N 680.

¹³⁴ Eine Ungleichbehandlung *innerhalb* der Gruppe der betroffenen Minderheitsaktionäre ist wiederum nicht ohne vernünftigen Grund zulässig.

¹³⁵ GLANZMANN, *Stämpfli Handkommentar, FusG 8 N 17*; ULYSSES VON SALIS, *Fusionsgesetz*, Zürich 2004 (Veröffentlichung vom 6. September 2004, www.fusionsgesetz.ch), 54. A.M. PETER R. ALTENBURGER/MASSIMO CALDERAN/WERNER LEDERER, *Schweizerisches Umstrukturierungsrecht – Ein Handbuch zum Fusionsgesetz, zur Handelsregisterverordnung und zum Steuerrecht*, Zürich/Basel/Genf 2004, N 82.

¹³⁶ Vgl. VON SALIS (FN 136), 53 ff.; LUKAS GLANZMANN, *Die Kontinuität der Mitgliedschaft im neuen Fusionsgesetz*, AJP 2/2004, 139 ff. (150).

als Mutter-Tochter-Fusion durchzuführen. Will man die übertragende Gesellschaft nicht in die bestehende Mutter hineinfusionieren, müsste man zunächst – entweder mittels Sacheinlagegründung oder Abspaltung – eine neue Tochtergesellschaft gründen, welche die beherrschende Beteiligung an der zu übernehmenden Gesellschaft hält. Erst anschliessend könnte die zu übernehmende in die neu gegründete Gesellschaft ohne *formelle* Ungleichbehandlung fusioniert werden. Ein solches Vorgehen erhöht die Transaktionskosten auf unnötige Weise. Das kann nicht im Sinne des Gesetzgebers gewesen sein.

Drittens ist zu betonen, dass es das FusG nicht zulässt, die ausgeschlossenen Aktionäre vermögensmässig zu benachteiligen. Ist ihre Abfindung unangemessen, steht ihnen ausdrücklich die Klage nach Art. 105 FusG offen.¹³⁷ Sofern sie jedoch entsprechend dem wirklichen Wert ihrer Aktien – also angemessen – entschädigt werden, ist u.E. davon auszugehen, dass sie *materiell* gleich behandelt werden. Folglich ist es zulässig, beim *squeeze out merger* von Schwestergesellschaften dem beherrschenden Aktionär Aktien der übernehmenden Gesellschaft zuzuteilen, den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären jedoch eine Abfindung zu entrichten.

3. Verfahren

3.1 Fusionsvertrag

In einem ersten Schritt unterzeichnen beim *squeeze out merger* die Verwaltungsräte der fusionierenden Gesellschaften einen *Fusionsvertrag* (Art. 12 Abs. 1 FusG). Dieser Vertrag ist schriftlich abzuschliessen; die Generalversammlungen der beteiligten Gesellschaften müssen ihn genehmigen (Art. 12 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 1 FusG).

Art. 13 Abs. 1 FusG zählt den notwendigen Inhalt des Fusionsvertrags auf. Er muss insbesondere Angaben enthalten über die Mitgliedschaft der Aktionäre der übertragenden bei der übernehmenden Gesellschaft (lit. b) sowie über die Höhe der Abfindung (lit. f).

3.2 Fusionsbericht der Verwaltungsräte

Die Verwaltungsräte der fusionierenden Gesellschaften müssen sodann gemäss Art. 14 Abs. 1 FusG einen schriftlichen *Fusionsbericht* erstellen, den sie auch gemeinsam verfassen können. In diesem Bericht müssen die Verwaltungsräte speziell folgende Punkte sowohl aus rechtlicher als auch aus wirtschaftlicher Sicht erläutern und begründen (Art. 14 Abs. 3 FusG):

- den Zweck und die Folgen der Fusion (lit. a);
- die Höhe der Abfindung und die Gründe, weshalb den Minderheitsaktionären eine Abfindung und

nicht Aktien der übernehmenden Gesellschaft gewährt werden soll (lit. d).

3.3 Prüfungsbericht durch einen besonders befähigten Revisor

Art. 15 Abs. 1 FusG schreibt ferner vor, dass ein besonders befähigter Revisor den Fusionsvertrag, den Fusionsbericht und die der Fusion zu Grunde liegende Bilanz prüfen muss.¹³⁸ In seinem schriftlichen *Prüfungsbericht* legt der Revisor namentlich dar (Art. 15 Abs. 4 FusG):

- ob das Umtauschverhältnis der Anteile bzw. die Abfindung vertretbar ist (lit. b);
- nach welcher Methode das Umtauschverhältnis bestimmt wurde und weshalb die angewandte Methode angemessen ist (lit. c);
- welche Besonderheiten bei der Bewertung der Anteile im Hinblick auf die Festsetzung des Umtauschverhältnisses zu beachten waren (lit. d).¹³⁹

3.4 Konsultation der Arbeitnehmervertretung bzw. der Arbeitnehmer

Bevor die Generalversammlungen der fusionierenden Gesellschaften der Fusion zustimmen, müssen diese die Arbeitnehmervertretung bzw. die Arbeitnehmer, soweit keine solche vorhanden ist, konsultieren. Die Verwaltungsräte der Gesellschaften müssen die jeweilige Generalversammlung anlässlich der Beschlussfassung über das Ergebnis dieser Konsultation orientieren (Art. 28 Abs. 2 FusG).

3.5 Zustimmung der Generalversammlung

a. Vorbemerkung

Nach Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG haben bei Aktiengesellschaften mindestens zwei Drittel der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen und die absolute Mehrheit des von ihnen vertretenen Aktiennennwerts den Fusionsvertrag zu genehmigen. Falls der Fusionsvertrag «nur eine Abfindung»¹⁴⁰ vorsieht, müssen dem Fusionsbeschluss gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG «mindestens 90 Prozent der stimmberechtigten (...) Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft» zustimmen. Der Fusionsbeschluss der Generalversammlung ist zudem öffentlich zu beurkunden (Art. 20 Abs. 1 FusG).

¹³⁸ Dies ist nur notwendig, sofern als übernehmende Gesellschaft eine Kapitalgesellschaft auftritt, was beim *squeeze out merger* jeweils gegeben sein dürfte.

¹³⁹ Bei kleinen und mittleren Unternehmen i.S.v. Art. 2 lit. e FusG kann gemäss Art. 15 Abs. 2 FusG auf die Prüfung des Fusionsvertrags und des Fusionsberichts verzichtet werden, sofern alle Aktionäre zustimmen.

¹⁴⁰ «[N]ur eine Abfindung» bezieht sich hier auf das Fehlen einer Wahlmöglichkeit für die betroffenen Aktionäre der übertragenden Gesellschaft.

¹³⁷ Vgl. dazu IV.5.1 nachfolgend.

b. Ablehnung des Kopfstimmprinzips

Auf Grund des Wortlauts von Art. 18 Abs. 5 FusG könnte man annehmen, dass auch bei der Aktiengesellschaft das Kopfstimmprinzip (Anzahl Gesellschafter statt Anzahl Stimmen) anwendbar sei.¹⁴¹ Die klare Mehrheit der Lehre lehnt diese Interpretation zu Recht ab.¹⁴² Einzig PETER V. KUNZ¹⁴³ und HANSPETER KLÄY,¹⁴⁴ Handelsregisterführer des eidgenössischen Handelsregisteramtes, vertreten die Ansicht, dass Art. 18 Abs. 5 FusG wörtlich anzuwenden sei.

Dass die Stimmrechte in der Generalversammlung durch die Aktionäre im Verhältnis des gesamten Nennwerts der ihnen gehörenden Aktien ausgeübt werden, ist ein fundamentaler Grundsatz des Aktienrechts (vgl. Art. 692 Abs. 1 OR). Auch würde das erforderliche Quorum bei einer geringeren Anzahl von Aktionären als zehn zu einem Einstimmigkeitserfordernis¹⁴⁵ verschärft.¹⁴⁶ Schliesslich ist bei Inhaberaktien die Anzahl der Aktionäre nicht bestimmbar, womit nicht überprüft werden könnte, ob das Quorum erfüllt ist.

Insgesamt ist also mit der h.L. von einem gesetzgeberischen Versehen auszugehen und die Anwendung des Kopfstimmprinzips beim Beschluss der Generalversammlung abzulehnen. Erwähnt sei an dieser Stelle, dass das Handelsregisteramt des Kantons Zürich zurzeit Beschlüsse ins Handelsregister einträgt, die nach dem einen oder nach dem anderen Prinzip zustande gekommen sind.¹⁴⁷

c. Tatsächlich massgebendes Quorum

In der Lehre ist man sich nicht einig, mit welchem Quorum die Generalversammlung einen *squeeze out merger* genehmigen muss. Folgende Auffassungen werden vertreten:

- i. 90% der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen;¹⁴⁸
- ii. 90% der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen und 90% der an der Generalversammlung vertretenen Aktiennennwerte;¹⁴⁹
- iii. 90% sämtlicher Aktienstimmen;¹⁵⁰
- iv. 90% sämtlicher Aktienstimmen und 90% des gesamten Aktiennennwerts.¹⁵¹

Nach der hier vertretenen Meinung ist die Zustimmung von 90% sämtlicher Aktienstimmen (iii.) nötig.¹⁵²

Der Wortlaut von Art. 18 Abs. 5 FusG fordert zunächst die Zustimmung von 90% der *stimmberechtigten* Gesellschafter. Es ist deshalb zu fragen, ob eigene Aktien (vgl. Art. 659a Abs. 1 OR) sowie nicht eingetragene börsenkotierte Namenaktien (so genannte Dispo-Aktien, vgl. Art. 685f Abs. 2 OR) bei der Berechnung des erforderlichen Quorums abgezogen werden müssen. Dies kann nicht der Fall sein. Bei gewissen börsenkotierten Unternehmen¹⁵³ beträgt der Bestand der Dispo-Aktien gegen 50%. Dies hätte faktisch ein sehr viel tieferes Zustimmungsquorum als 90% zur Folge. Entsprechend dem börsenrechtlichen *squeeze out* ist demnach von *sämtlichen* (und nicht nur von den stimmberechtigten) Aktien als Bemessungsbasis auszugehen.

Weiter stellt sich die Frage, ob analog zu Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG nur die Zustimmung von 90% der *an der Generalversammlung vertretenen* Aktienstimmen (i.) bzw. von 90% der vertretenen Aktienstimmen und -nennwerte (ii.) notwendig ist.¹⁵⁴ Wie bereits erwähnt, stellen wir aus folgenden Gründen auf 90% sämtlicher Aktienstimmen ab: Dafür spricht *erstens* der (ansonsten

¹⁴¹ Die BOTSCHAFT (FN 125), 4419, ist in diesem Punkt nicht erhellend.

¹⁴² Vgl. etwa die Hinweise bei MARKUS VISCHER/URS P. GNOS, Erfahrungen mit dem Fusionsgesetz, AJP 7/2006, 783 ff. (792, FN 86) sowie bei MOSER/EMCH (FN 124), 148 (FN 58).

¹⁴³ PETER V. KUNZ, Das neue Fusionsgesetz (FusG), in: Jörg et al. (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht I, Bern 2006, 185 ff. (217), besteht auf der grammatikalischen Auslegung und sieht eine «minderheitsfreundliche (nicht zwangsläufig; praktische) Interpretation» als erforderlich an (Hervorhebungen im Original).

¹⁴⁴ HANSPETER KLÄY, Das Fusionsgesetz – ein Überblick, Der Bernische Notar 2004, 188 ff. (194 f.).

¹⁴⁵ Der Vorentwurf zum Fusionsgesetz hatte für die zwangsweise Abfindung noch das Einstimmigkeitserfordernis vorgesehen, was aber nach Kritik in der Vernehmlassung auf die heute geltenden 90% in Art. 18 Abs. 5 FusG herabgesetzt wurde (vgl. BOTSCHAFT [FN 125], 4419). Nach KUNZ (FN 144), 217 (FN 245), soll im Fusionsgesetz mit der Geltung des Kopfstimmprinzips noch immer ein Vetorecht analog dem Vorentwurf enthalten sein.

¹⁴⁶ Im Fall von neun Aktionären würde bereits die Ablehnung des Beschlusses durch einen Einzelnen genügen, um die Zustimmung auf 88.9% fallen zu lassen.

¹⁴⁷ «Erforderlich ist dabei jeweils die Zustimmung von 90 Prozent aller (nicht nur der an der Versammlung vertretenen) Gesellschafter oder 90 Prozent aller (nicht nur der an der Versammlung vertretenen) Stimmen», vgl. «Fragen und Antworten zum neuen Fusionsgesetz», verfügbar unter <www.hra.zh.ch/internet/ji/hra/de/ratgeber/handelsregisterpraxis_3_1/fusion_3_1_6.html> (1. November 2006).

¹⁴⁸ HANS CASPAR VON DER CRONE ET AL., Das Fusionsgesetz, Zürich/Basel/Genf 2004, N 384.

¹⁴⁹ GRONER (FN 131), 400; GLANZMANN (FN 127), N 533.

¹⁵⁰ BSK FusG-REUTTER, Art. 43 N 29 (für die Spaltung); VON DER CRONE ET AL. (FN 149), N 642 (für die Spaltung); EIDGENÖSSISCHES AMT FÜR DAS HANDELSREGISTER, Kurzkommentar zu den Bestimmungen der Handelsregisterverordnung zum Fusionsgesetz, REPRAX 2/3/2004, 1 ff. (30).

¹⁵¹ ALTENBURGER/CALDERAN/LEDERER (FN 136), N 162 f.; ZK-GELZER, FusG 18 N 34; BSK FusG-SCHLEIFFER, Art. 18 N 37.

¹⁵² In der Praxis stimmten beim soweit ersichtlich einzigen bekannten *squeeze out merger* mehr als 90% aller Aktienstimmen und -nennwerte zu (vgl. VISCHER/GNOS [FN 143], 791 f.).

¹⁵³ Die generellen Überlegungen zu den nicht stimmberechtigten Aktien lassen sich ohne weiteres auch auf kleinere Verhältnisse übertragen, auch wenn hier (grössere) börsenkotierte Unternehmen als Beispiel genannt werden.

¹⁵⁴ So etwa noch VON DER CRONE ET AL. (FN 149), N 384.

unpräzise) Wortlaut von Art. 18 Abs. 5 FusG, der von 90% «der (...) Gesellschafter» ausgeht. *Zweitens* drängt es sich auf, Art. 23 Abs. 2 FusG analog anzuwenden, der für eine erleichterte Fusion explizit ein Quorum von 90% sämtlicher Stimmrechtsanteile verlangt. Der Grund dafür liegt darin, dass der *squeeze out merger* inhaltlich der erleichterten Fusion (Art. 23 Abs. 2 FusG) bedeutend näher liegt als der gewöhnlichen Fusion (Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG). *Drittens* sprechen nicht zuletzt auch die rechtsvergleichenden Ausführungen für unsere Interpretation: Alle hier besprochenen ausländischen Rechtsordnungen¹⁵⁵ stellen bei der Frage, wie sich das massgebende Quorum für einen *squeeze out* berechnet, jeweils auf sämtliche bestehenden Aktien bzw. auf sämtliche Aktien der betreffenden Kategorie ab. Dadurch wird zum Einen berücksichtigt, dass der zwangsweise Ausschluss einen relativ tief greifenden Eingriff in die Position eines Gesellschafters darstellt. Zum Anderen wird auf diese Weise verhindert, dass von Fall zu Fall unterschiedliche Beteiligungen – gemessen am Gesamtkapital – für einen *squeeze out* ausreichen.

Bei beiden genannten Problemkreisen – stimmberechtigte Aktien bzw. an der Generalversammlung vertretene Aktienstimmen (und -nennwerte) – ist demnach von einer *strengen Auslegung* des «90%-Begriffs» auszugehen. Ansonsten wären auch Fälle denkbar, in denen ein Aktionär, der weniger als 90% aller Aktienstimmen hält, die übrigen Gesellschafter hinausdrängen könnte. Dass sich (Minderheits-)Aktionäre apathisch verhalten¹⁵⁶ und sich nicht im Aktienbuch eintragen lassen oder nicht an der Generalversammlung teilnehmen, darf nicht zu einer Senkung des für einen *squeeze out merger* erforderlichen Quorums führen. Angesichts der doch einschneidenden Konsequenzen einer zwangsweisen Abfindung und des im FusG weiterhin gültigen Grundsatzes, dass die mitgliedschaftliche Kontinuität gewahrt wird, erscheint unsere Interpretation sachgerecht.

Aus wohlfahrtsökonomischen Überlegungen, die sich auch im Trend zur Einheitsaktie äussern, könnte man zum Schluss gelangen, dass es nicht möglich sein soll, das notwendige Quorum mittels Stimmrechtsaktien zu verzerren. *De lege ferenda* wäre zumindest zu prüfen, ob neben 90% sämtlicher Aktienstimmen auch 90% des gesamten Aktienkapitals beim *squeeze out merger* zustimmen müssen. Ansonsten blieben Fälle denkbar, in denen ein Stimmrechtsaktionär die Kapitalmehrheit gegen deren Willen aus der Gesellschaft ausschliessen könnte. Gegen diese Auffassung spricht *de lege lata* jedoch *erstens*, dass die Fälle, in denen der Stimmrechtshebel nicht anwendbar ist, in Art. 693 Abs. 3 OR bereits abschliessend aufgezählt sind. *Zweitens* verlangt Art. 23 Abs. 2 FusG bei der erleichterten Fusion zwischen Mut-

ter- und Tochtergesellschaft ausdrücklich bloss die Zustimmung von 90% der *Stimmrechtsanteile*.¹⁵⁷ Auf Grund der inhaltlichen Nähe der in den beiden Bestimmungen geregelten Fusionsarten drängt es sich wie bereits erwähnt auf, das Quorum von Art. 23 Abs. 2 FusG beim *squeeze out merger* gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG analog heranzuziehen. Damit ist unter der geltenden gesetzlichen Regelung für einen *squeeze out merger* die Zustimmung von 90% sämtlicher Aktienstimmen (iii.) zum Fusionsvertrag erforderlich.

d. Zusammenschlüsse von Aktionären zum Zwecke des *squeeze out*

Es stellt sich die Frage, ob das an der Generalversammlung notwendige Quorum auch dadurch erreicht werden kann, dass sich mehrere Aktionäre zusammenschliessen, um ihnen unliebsame Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft auszuschliessen. Hierzu bietet Art. 23 Abs. 1 lit. a FusG eine Auslegungshilfe. Nach dieser Norm können Kapitalgesellschaften nicht nur erleichtert fusionieren, wenn *ein* Rechtsträger alle stimmberechtigten Anteile an den beteiligten Gesellschaften hält, sondern auch wenn eine «gesetzlich oder vertraglich verbundene Personengruppe» diese Anteile auf sich vereinigt. Hier wird ein *fusionsgesetzlicher Gruppenbegriff* statuiert. Es fragt sich, ob dieser Begriff der Gruppe auch auf die Berechnung des Quorums gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG sinngemäss anwendbar ist. Das hätte wohl zur Folge, dass das 90%-Quorum nur dann erreicht wäre, falls die zustimmenden Aktionäre als eine «vertraglich verbundene Personengruppe» angesehen werden könnten.

Diese einengende Interpretation ist u.E. abzulehnen. Das FusG enthält keine Bestimmung, die kurzfristige Zusammenschlüsse von Aktionären mit dem einzigen Zweck, gewisse Kleinaktionäre auszuschliessen, verbieten würde oder die vorschreibt, dass solche Koalitionen vertraglich organisiert sein müssten. Eine solche Einschränkung lässt sich auch nicht daraus ableiten, dass man Art. 23 Abs. 1 lit. a FusG analog anwendet. Die Tatsache, dass sich das Gesetz ferner darauf beschränkt, in Art. 18 Abs. 5 FusG lediglich eine Quorumsvorschrift einzuführen, bekräftigt dieses Verständnis. Weiter ist zu betonen, dass der *squeeze out merger* gerade nicht im erleichterten Verfahren durchgeführt werden kann.¹⁵⁸ Nur wenn dem so wäre, würde es als gerechtfertigt erscheinen, den einschränkenden fusionsgesetzlichen Gruppenbegriff auf Art. 18 Abs. 5 FusG zu übertragen. Es steht den Aktionären also frei, sich – sei dies auch nur kurzfristig und mit der alleinigen Absicht, die verbleibenden Kleinaktionäre auszuschliessen – zusammenzutun und ihre Stimmrechte an der Generalversammlung entsprechend auszuüben. Sie müssen keine

¹⁵⁵ Vgl. II. oben.

¹⁵⁶ Vgl. bspw. GOTSCHEV (FN 2), N 105 ff. m.w.H.

¹⁵⁷ ZK-BURKHARDT, FusG 23 N 8; BSK FusG-WOLF, Art. 23 N 12.

¹⁵⁸ Vgl. dazu IV.4 nachfolgend.

«vertraglich verbundene Personengruppe» bilden, um den *squeeze out merger* rechtsgültig zu genehmigen. Auf welche Art das massgebende Quorum von Art. 18 Abs. 5 FusG erreicht wird, ist mithin unerheblich.

Abschliessend sei erwähnt, dass der börsenrechtliche Begriff der organisierten Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK¹⁵⁹ sowie i.S.v. Art. 27 BEHV-EBK¹⁶⁰ unabhängig vom fusionsrechtlichen Gruppenterminus ist. Liegt bei einer kotierten Gesellschaft eine vertraglich verbundene Unternehmensgruppe i.S.v. Art. 23 Abs. 1 lit. a FusG vor, präjudiziert dies nicht die Frage, ob auch eine melde- oder angebotspflichtige Gruppe besteht, und umgekehrt.

3.6 Anmeldung und Eintragung im Handelsregister

Die Verwaltungsräte der beteiligten Gesellschaften müssen nach Art. 21 Abs. 1 FusG die Fusion beim Handelsregister anmelden, sobald die Generalversammlungen der Fusion zugestimmt haben. Mit der Eintragung im Handelsregister wird die Fusion rechtswirksam. Muss die übernehmende Gesellschaft infolge der Fusion ihr Kapital erhöhen, sind dem Handelsregisteramt zusätzlich die geänderten Statuten und die erforderlichen Feststellungen über die Kapitalerhöhung nach Art. 652g OR zu unterbreiten (Art. 21 Abs. 2 FusG). Alle Aktiven und Passiven der übertragenden Gesellschaft gehen in diesem Zeitpunkt auf die übernehmende Gesellschaft über (Art. 22 Abs. 1 FusG), die übertragende Gesellschaft wird im Handelsregister gelöscht (Art. 21 Abs. 3 FusG).

3.7 Massnahmen zum Gläubigerschutz

Falls Gläubiger der fusionierenden Gesellschaften es innerhalb von drei Monaten seit Rechtswirksamkeit der Fusion verlangen, muss die übernehmende Gesellschaft deren Forderungen sicherstellen (Art. 25 Abs. 1 FusG). Die fusionierenden Gesellschaften haben ihre Gläubiger gemäss Art. 25 Abs. 2 Satz 1 FusG grundsätzlich dreimal mit einer entsprechenden Publikation im Schweizerischen Handelsamtsblatt auf deren Rechte hinzuweisen.¹⁶¹

Ferner bleiben Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft, die vor der Fusion für deren Verbindlichkeiten hafteten, nach Art. 26 Abs. 1 FusG auch weiterhin dafür haftbar, soweit die Verbindlichkeiten begründet wurden oder entstanden sind, bevor der Fusionsbeschluss veröffentlicht wurde.

3.8 Massnahmen zum Arbeitnehmerschutz

Was den Übergang der Arbeitsverhältnisse auf die übernehmende Gesellschaft angeht, so verweist Art. 27 Abs. 1 FusG auf Art. 333 OR.¹⁶² Nach Art. 27 Abs. 2 FusG können die Arbeitnehmer der an der Fusion beteiligten Gesellschaften verlangen, dass ihre arbeitsvertraglichen Forderungen gemäss Art. 25 FusG in einem bestimmten Umfang sichergestellt werden. Für diese Forderungen haften zudem auch diejenigen Aktionäre der übertragenden Gesellschaft solidarisch, die für deren Verbindlichkeiten vor der Fusion hafteten (Art. 27 Abs. 3 FusG).

4. Keine erleichterte Fusion

Falls die übernehmende Gesellschaft mehr als 90% der Anteile, die ein Stimmrecht gewähren, an der übertragenden Gesellschaft innehat, kann die Fusion in gewissen Fällen unter erleichterten Voraussetzungen stattfinden. Die vorgesehenen Erleichterungen sind beträchtlich (Art. 24 Abs. 2 FusG):

- es sind weniger Angaben im Fusionsvertrag zu machen;
- der Fusionsbericht nach Art. 14 FusG muss nicht erstellt werden;
- der Fusionsvertrag muss nicht nach Art. 15 FusG geprüft werden;
- das Einsichtsrecht nach Art. 16 FusG ist fakultativ; und
- die Generalversammlung braucht der Fusion nicht zuzustimmen.

Damit die fusionierenden Gesellschaften von den Erleichterungen profitieren können, verlangt Art. 23 Abs. 2 lit. a FusG, dass den Minderheitsaktionären *wahlweise* Anteilsrechte an der übernehmenden Gesellschaft oder eine dem wirklichen Wert der Aktien entsprechende Abfindung angeboten werden. Zudem darf den Minderheitsaktionären aus der Fusion keine Nachschusspflicht oder eine andere persönliche Leistungspflicht oder Haftung erwachsen (lit. b).

Die Erleichterungen in Art. 24 Abs. 2 FusG werden demnach nur gewährt, wenn den Minderheitsaktionären ein *Wahlrecht* bezüglich der Abfindung eingeräumt wird. Falls sie im Sinne eines *squeeze outs* gegen ihren Willen aus der übertragenden Gesellschaft ausgeschlossen werden sollen, können die verfahrensmässigen Erleichterungen des Art. 24 Abs. 2 FusG jedoch nicht beansprucht werden.¹⁶³

¹⁵⁹ Vgl. dazu ausführlich GOTSCHKEV (FN 2), N 372 ff.

¹⁶⁰ Vgl. dazu ausführlich GOTSCHKEV (FN 2), N 598 ff.

¹⁶¹ Darauf kann verzichtet werden, wenn eine Bestätigung eines besonders befähigten Revisors vorliegt, dass keine Forderungen bekannt oder zu erwarten sind, zu deren Befriedigung das freie Vermögen der beteiligten Gesellschaften nicht ausreicht (Art. 25 Abs. 2 Satz 2 FusG).

¹⁶² Vgl. dazu GLANZMANN (FN 127), N 605 ff.

¹⁶³ BSK FusG-WOLF, Art. 23 N 13; ZK-BURCKHARDT, FusG 23 N 8; VON DER CRONE ET AL. (FN 149), N 277. A.M. VON SALIS (FN 136), 165.

5. Rechtsbehelfe der Minderheitsaktionäre

5.1 Überprüfung der Abfindung im Besonderen (Art. 105 FusG)

Wenn bei einem *squeeze out merger* die Abfindung unangemessen ist, kann gemäss Art. 105 Abs. 1 FusG jeder Aktionär innerhalb von zwei Monaten nach der Veröffentlichung des Fusionsbeschlusses verlangen, dass das Gericht eine angemessene Ausgleichszahlung festsetzt. Das zu dieser Klage ergehende Urteil hat Wirkung für alle Aktionäre der beteiligten Gesellschaft, sofern sie sich in der gleichen Rechtsstellung wie der Kläger befinden (Art. 105 Abs. 2 FusG).

Nach Art. 105 Abs. 4 FusG steht diese Klage der Rechtswirksamkeit des Fusionsbeschlusses nicht entgegen. Die «angemessene Ausgleichszahlung» kann gemäss gewissen Lehrmeinungen auch als Ausgleichsleistung verstanden werden, d.h. auch (zusätzliche) Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte sollen durch den Richter zugesprochen werden können.¹⁶⁴

Zur Klage ist legitimiert, wer in seiner Gesellschafterstellung beeinträchtigt wurde. Diese muss grundsätzlich im Zeitpunkt der Beschlussfassung des zuständigen Organs gegeben sein, die Klageberechtigung endet also nicht mit einem Verkauf der Beteiligungstitel.¹⁶⁵ Beklagte ist die Gesellschaft, wenn auch eine Klage gegen die bevorzugten Gesellschafter von der Lehre als sachgerechter eingestuft wird.¹⁶⁶ Die Kosten des Verfahrens trägt gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG normalerweise der übernehmende Rechtsträger.

Die BOTSCHAFT ging davon aus, dass wegen der vorangegangenen Rechenschaftsablegung im Fusionsbericht sowie wegen der Prüfung desselben durch einen besonders befähigten Revisor die Fälle einer gerichtlichen Überprüfung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte eher selten sein dürften. Zudem dürfte einer Klage nach Art. 105 FusG meist eine seriöse gutachtliche Abklärung vorausgehen.¹⁶⁷

5.2 Anfechtung der Fusion im Allgemeinen (Art. 106 FusG)

Sind Vorschriften des FusG verletzt, können Aktionäre der beteiligten Gesellschaften, die dem Beschluss über die Fusion nicht zugestimmt haben, gemäss Art. 106 FusG diesen Beschluss innerhalb von zwei Monaten nach dessen Veröffentlichung im Schweizerischen

Handelsamtsblatt anfechten. Auch Verwaltungsratsbeschlüsse können auf diesem Weg angefochten werden (Art. 106 Abs. 2 FusG).

Sofern ausschliesslich und unmittelbar der Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität verletzt ist, geht die Klage nach Art. 105 FusG gemäss einer Meinung derjenigen nach Art. 106 FusG vor.¹⁶⁸ Verstösse gegen Regelungen, die zur Bereitstellung «gleichwertiger Rechte» verpflichten, sollen aber in den Anwendungsbereich der Anfechtungsklage nach Art. 106 FusG fallen.¹⁶⁹

6. Rechtsmissbräuchlichkeit des *squeeze out merger*?

Die h.L. scheint der Ansicht zu sein, dass ein *squeeze out merger* im Einzelfall rechtsmissbräuchlich i.S.v. Art. 2 Abs. 2 ZGB sein kann.¹⁷⁰ Dies soll insbesondere der Fall sein, falls der einzige Zweck der Abfindungsfusion darin besteht, die Minderheitsaktionäre auszuschliessen.¹⁷¹ Wenn die Mehrheitsaktionärin eine reine Beteiligungsgesellschaft ist, wird sie in aller Regel ein Übernahmehikel gründen, um dieses mit der Gesellschaft fusionieren und damit den *squeeze out* der Minderheitsaktionäre vornehmen zu können.

Dieses Vorgehen ist ohne weitere Einschränkung zulässig und darf nicht unter dem Vorbehalt des Rechtsmissbrauchs stehen.¹⁷² Das Fusionsgesetz hat den *squeeze out merger* gerade deshalb eingeführt, damit Minderheitsaktionäre mittels Abfindung aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden können. Der vollständige Ausschluss von Kleinaktionären führt zudem immer zu einer (zumindest potenziellen) Senkung der Organisationskosten.¹⁷³ Schliesslich schützen die bereits dargestellten Verfahrensvorschriften,¹⁷⁴ insbesondere die hohen Anforderungen an das zustimmende Quorum in der Generalversammlung,¹⁷⁵ sowie die Rechtsbehelfe¹⁷⁶ die

¹⁶⁴ Vgl. URS BERTSCHINGER, Die Klagen gemäss Fusionsgesetz – ein Überblick, AJP 7/2004, 839 ff. (840); BSK FusG-DUBS, Art. 105 N 25 ff.

¹⁶⁵ BERTSCHINGER (FN 165), 841; BSK FusG-DUBS, Art. 105 N 41; GLANZMANN (FN 127), N 699.

¹⁶⁶ Vgl. BERTSCHINGER (FN 165), 841 und BSK FusG-DUBS, Art. 105 N 43.

¹⁶⁷ BOTSCHAFT (FN 125), 4488.

¹⁶⁸ BSK FusG-DUBS, Art. 106 N 7. A.M. Handkommentar-VOGEL/HEIZ/BEHNISCH, FusG 106 N 5, wonach den klagenden Gesellschaftern grundsätzlich die Wahl zwischen Überprüfungs- und Anfechtungsklage offen stehen sollte.

¹⁶⁹ BSK FusG-DUBS, Art. 105 N 6.

¹⁷⁰ ANDREAS VON PLANTA/DELPHINE ZARB: Le dédommagement des actionnaires minoritaires: nouvelle forme de squeeze out, SZW 3/2004, 203 ff. (206 f.); BSK FusG-TSCHÄNI/PAPA, Art. 8 N 17; ZK-BURCKHARDT, FusG 8 N 21; wohl auch ALTENBURGER/CALDERAN/LEDERER (FN 136), N 80. Nach VISCHER/GNOS (FN 143), 791 (FN 81) und 792 (FN 84), müsste die Grenze des Rechtsmissbrauchs aber immerhin «sehr hoch angesetzt» sein.

¹⁷¹ Vgl. zum *business purpose test* im US-amerikanischen Recht II.4.3.bb oben.

¹⁷² Zu möglichen Interessenkonflikten des Verwaltungsrates der übertragenden Gesellschaft vgl. aber GRONER (FN 131), 401.

¹⁷³ So kann ein Aktionär, der die Gesellschaft zu 100% beherrscht, z.B. ohne weiteres Universalversammlungen durchführen und muss dabei die Formvorschriften zur Einberufung der Generalversammlung nicht einhalten (Art. 701 Abs. 1 OR).

¹⁷⁴ Vgl. dazu IV.3.1 bis IV.3.3 oben.

¹⁷⁵ Vgl. dazu IV.3.5c oben.

¹⁷⁶ Vgl. dazu IV.5 oben.

Rechte der Minderheitsaktionäre bereits in genügendem Masse. Angesichts dessen ist es uneingeschränkt zulässig, eine Fusion nur mit der Absicht durchzuführen, die Kleinaktionäre auszuschliessen.

7. Kalte Dekotierung: Verhältnis des *squeeze out merger* zur Dekotierung

Fraglich ist, wie sich der Ausschluss von Minderheitsaktionären mittels *squeeze out merger* auf die Börsenkotierung einer Gesellschaft auswirkt. Zu prüfen ist insbesondere, ob die Fusion zu einem Zeitpunkt durchgeführt werden kann, in dem die Aktien der übernommenen Gesellschaft noch börsenkotiert sind. Um diese Frage beantworten zu können, sei kurz dargestellt, unter welchen Voraussetzungen an der SWX Swiss Exchange (SWX) kotierte Aktien dekotiert werden können.

Aus *gesellschaftsrechtlicher Sicht* ist unter dem geltenden schweizerischen Recht gemäss Art. 716 Abs. 1 OR der Verwaltungsrat der betreffenden Gesellschaft zum Entscheid über die Dekotierung zuständig, sofern diese Kompetenz nicht – statutarisch oder vom Verwaltungsrat selber – der Generalversammlung übertragen wurde.¹⁷⁷

Aus *börsenrechtlicher Sicht* erlaubt die SWX gemäss Art. 80 Ziff. 1 KR,¹⁷⁸ dass Beteiligungspapiere auf begründetes Gesuch eines Emittenten hin dekotiert werden. Dabei berücksichtigt die Zulassungsstelle die Interessen des Börsenverkehrs, der Anleger und des Emittenten.¹⁷⁹ Die Richtlinie der SWX betreffend die Dekotierung von Valoren,¹⁸⁰ in Kraft seit dem 1. Januar 2001, regelt das auf die Dekotierung auf Gesuch des Emittenten i.S.v. Art. 80 Ziff. 1 KR anwendbare Verfahren. Selbst wenn der Emittent letztlich in eigener Kompetenz über die Dekotierung entscheidet, kann die Zulassungsstelle immerhin den Zeitpunkt der Ankündigung sowie den letzten Handelstag festlegen.¹⁸¹ Ferner muss mindestens drei Monate vor dem letzten Handelstag ein Dekotierungsinserat publiziert werden.¹⁸² Sodann ist ein ausserbörslicher Handel für längstens sechs Monate nach der Dekotierung aufrecht zu erhal-

ten, wenn sich mehr als 5% der Aktien des Emittenten im Publikum befinden.¹⁸³ Demgegenüber ordnet Art. 80 Ziff. 3 KR eine zwangsweise Dekotierung an, wenn in einem Titel keine genügende Liquidität mehr besteht, um einen marktmässigen Handel aufrecht zu erhalten.

In der Lehre scheinen ANDREAS RÖTHELI/JACQUES IFFLAND¹⁸⁴ davon auszugehen, dass ein *squeeze out merger* möglich ist, selbst wenn zu diesem Zeitpunkt die Aktien der Gesellschaft börsenkotiert sind. Dies hätte zur Folge, dass im Anschluss an die Fusion die Aktien der übernommenen Gesellschaft zwangsweise gestützt auf Art. 80 Ziff. 3 KR dekotiert werden müssten. Weder die geschilderten gesellschaftsrechtlichen noch die börsenrechtlichen Mechanismen wären dabei anwendbar. Der Emittent könnte dann insbesondere die zum Schutz der Anleger bestehende Regelung der SWX Richtlinie zur Dekotierung auf dem Wege eines *squeeze out merger* umgehen, da diese auf die mit einer Abfindung ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre gar nicht mehr angewendet werden könnte.

Diese Situation erscheint unklar und kann für die Minderheitsaktionäre unbefriedigend sein. Wie könnten sich diese *de lege lata* gegen eine kalte Dekotierung wehren? Die fusionsgesetzlichen Klagen bieten ihnen keinen Schutz. Die Klage gemäss Art. 105 FusG ist darauf beschränkt, die Höhe der Abfindung bzw. die Wahrung der Anteilsrechte zu überprüfen.¹⁸⁵ Art. 106 FusG lässt lediglich zu, dass eine Verletzung des FusG gerügt wird.¹⁸⁶ Demzufolge müssten sich die auszuschliessenden Kleinaktionäre mittels der ordentlichen aktienrechtlichen Anfechtungsklage (Art. 706 Abs. 1 OR) gegen die kalte Dekotierung zur Wehr setzen. Sie könnten vorbringen, dass ihnen in unsachlicher Weise die in der SWX Richtlinie zur Dekotierung gewährten verfahrensmässigen Schutzmechanismen entzogen würden und sich dabei auf Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR stützen. Mittels Handelsregistersperre gemäss Art. 32 Abs. 2 HRegV könnte man zudem zu verhindern versuchen, dass die Fusion im Handelsregister eingetragen wird. Sollte das hier geschilderte Vorgehen nicht erfolgreich sein, empfiehlt es sich, *de lege ferenda* explizit klar zu stellen, ob die Aktien der übernommenen Gesellschaft bei einem *squeeze out merger* noch kotiert sein dürfen.

¹⁷⁷ Vgl. dazu ANDREAS RÖTHELI/JACQUES IFFLAND, La décotation, SZW 4/2004, 305 ff. (318 f.); KUNZ (FN 68), 134 f. und KOHLIK (FN 4), 279 (mit rechtsvergleichenden Ausführungen und Überlegungen *de lege ferenda* auf den Seiten 280 ff.).

¹⁷⁸ Zur Dekotierung an der BX Berne eXchange vgl. KUNZ (FN 68), 133.

¹⁷⁹ Die Zulassungsstelle kann insbesondere die rechtzeitige Ankündigung und ausreichende Fristen bis zur Dekotierung zur Auflage machen.

¹⁸⁰ <www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20010101-1_de.pdf> (1. November 2006).

¹⁸¹ RL der SWX zur Dekotierung, N 4 f.

¹⁸² RL der SWX zur Dekotierung, N 6.

¹⁸³ RL der SWX zur Dekotierung, N 7, bezüglich der Verkürzung dieser Frist vgl. N 8 ff.

¹⁸⁴ RÖTHELI/IFFLAND (FN 178), 317: «*Les conditions de l'exclusion des minoritaires déterminent ainsi indirectement les conditions de la décotation.*»

¹⁸⁵ Vgl. IV.5.1 oben.

¹⁸⁶ Vgl. IV.5.2 oben.

V. Verhältnis von Art. 33 BEHG zum *squeeze out merger* nach FusG

Im Vergleich zu den hier behandelten ausländischen Rechtsordnungen¹⁸⁷ kennt nur die Schweiz unterschiedliche Schwellenwerte für die beiden einen *squeeze out* ermöglichenden Rechtsinstitute.¹⁸⁸ Diese fehlende Abstimmung der beiden schweizerischen Institute aufeinander, der bedeutende Unterschied zwischen den anwendbaren Verfahren und den Rechtsbehelfen der Kleinaktionäre sowie die signifikante Differenz zwischen den jeweils relevanten Schwellenwerten rücken die Frage nach dem Verhältnis des *squeeze out merger* zu Art. 33 BEHG in den Vordergrund.

Für die h.L. steht der *squeeze out merger* nach FusG bei börsenkotierten Gesellschaften als *Alternative* zur Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG zur Verfügung.¹⁸⁹ Ein Übernahmeangebot müsse demnach nur so attraktiv gestaltet werden, dass mindestens 90% der stimmberechtigten Anteile angedient werden. Die restlichen verkaufsunwilligen Aktionäre könnten dann mittels *squeeze out merger* ausgeschlossen werden.¹⁹⁰ Bei der Veröffentlichung seines Angebots muss der Anbieter jedoch bereits auf einen möglichen *squeeze out merger* gemäss FusG hinweisen.¹⁹¹ Ein solcher Hinweis wird neuerdings auch regelmässig in den Angebotsprospekt aufgenommen.¹⁹²

Es scheint jedoch auch die Meinung zu geben, dass Art. 33 BEHG eine *lex specialis* sei, die es dem Mehrheitsaktionär verbietet, die Kleinaktionäre gemäss FusG auszuschliessen, sofern der Schwellenwert von 98% der Stimmrechte beim öffentlichen Angebot nicht erreicht wird.¹⁹³

Weshalb Mehrheitsaktionären von börsenkotierten Unternehmen die Möglichkeit eines *squeeze out merger* nach FusG verwehrt sein soll, ist nicht einzusehen. Der h.L. ist folglich zuzustimmen. Wie bei den Überlegungen zur kalten Dekotierung angedeutet,¹⁹⁴ wäre es

jedoch zumindest wünschenswert, wenn nicht bereits unter dem geltenden Recht erforderlich, dass die Aktien der übernommenen Gesellschaft vor dem *squeeze out merger* nach Art. 80 Ziff. 1 KR dekotiert werden. Minderheitsaktionären von kotierten Gesellschaften ist ausserdem ein «Exit» i.d.R. einfacher möglich als solchen von nichtkotierten.¹⁹⁵ Eine höhere Ausschlusschwelle lässt sich deshalb bei kotierten Gesellschaften nicht rechtfertigen. Ferner ist das Verfahren nach FusG für den Mehrheitsaktionär bedeutend aufwändiger als ein *squeeze out* nach Art. 33 BEHG. Sodann steht ausser Frage, dass das FusG auch dann anwendbar ist, wenn eine kotierte Gesellschaft an einer Fusion beteiligt ist. Art. 33 BEHG kann aus diesen Gründen nicht als *lex specialis* zum *squeeze out merger* gemäss FusG angesehen werden.

VI. Fazit

Rechtsvergleichend haben wir die Vorgaben der EU zum *squeeze out* im Anschluss an ein öffentliches Angebot (Art. 15 Ü-RL) dargestellt und präsentiert, wie diese im Recht Deutschlands und Grossbritanniens umgesetzt wurden. Verglichen mit den dort bestehenden Ausschlusschwellen von 95% der stimmberechtigten Aktien bzw. 90% der Aktien der jeweiligen stimmberechtigten Aktienkategorie erscheint die 98%-Schwelle des Art. 33 BEHG als überhöht. Es wäre wünschenswert, diese Schwelle entweder auf 95% zu senken oder sie an die 90%-Schwelle für den *squeeze out merger* anzugleichen. Dadurch könnte man einen Aspekt beseitigen, der den schweizerischen Unternehmenskontrollmarkt im Wettbewerb der Rechtssysteme möglicherweise benachteiligt.

Was die Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG angeht, möchten wir folgende Punkte hervorheben:

- Gemäss h.L. und Praxis ist es nicht erforderlich, dass Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft im Zeitpunkt der Klage oder des Urteils in der Schweiz kotiert sind. In einem speziellen Fall wurde auf Grund der Einzelfallumstände Art. 33 BEHG sogar auf eine Gesellschaft angewendet, deren Aktien gar nie an der Börse kotiert waren.
- Art. 54 lit. b BEHV enthält einen eigenständigen, umfassenden börsenrechtlichen Gruppenbegriff für den Bereich der Kraftloserklärung. Er beinhaltet die drei börsenrechtlichen Gruppenbegriffe: denjenigen der Meldepflicht (Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK), der Angebotspflicht (Art. 27 BEHV-EBK) und denjenigen im Rahmen öffentlicher Angebote (Art. 11 UEV-UEK).

¹⁸⁷ Vgl. II oben und insbesondere II.2 oben zum deutschen Recht, das zwei verschiedene Institute zum *squeeze out* kennt.

¹⁸⁸ 98% der Stimmrechte bei Art. 33 BEHG (vgl. III.2.4 oben) und – nach der hier vertretenen Auffassung (vgl. IV.3.5c oben) – mehr als 90% sämtlicher Aktienstimmen beim *squeeze out merger*.

¹⁸⁹ BSK FusG-TSCHÄNI/PAPA, Art. 8 N 16; TSCHÄNI (FN 63), 254; GRONER (FN 131), 394; VISCHER/GNOS (FN 143), 792; ZK-BURCKHARDT, FusG 8 N 19.

¹⁹⁰ VISCHER/GNOS (FN 143), 792; ZK-BURCKHARDT, FusG 8 N 19.

¹⁹¹ Vgl. Art. 23 Abs. 1 lit. a UEV-UEK; VISCHER/GNOS (FN 143), 793. Nach GRONER (FN 131), 394, soll dies zu effizienteren Transaktionen führen, indem der Bieter zusätzlichen Druck auf die Aktionäre ausüben könne, ihm die Aktien anzudienen.

¹⁹² Vgl. z.B. den Angebotsprospekt der OC Oerlikon Corporation AG vom 18. Oktober 2006 für die Aktien der Saurer AG, 5 (verfügbar unter <www.oerlikon.com/transaction> [1. November 2006]).

¹⁹³ Vgl. Newsletter März 2005 von Schellenberg Wittmer, 4 (verfügbar unter <www.swlegal.ch/downloads/newsletters/SWnews_0305G.pdf> [1. November 2006]).

¹⁹⁴ Vgl. IV.7 oben.

¹⁹⁵ Gerade auch da ein Anbieter seine Absicht im Voraus kundtun muss, vgl. oben FN 192.

- U.E. richtet sich nach dem anwendbaren kantonalen Zivilprozessrecht, *wann* die Beteiligung des Anbieters (Zähler) und die Gesamtzahl der Stimmrechte der Zielgesellschaft (Nenner) zu bestimmen sind. Damit dürfte dies zumeist im Urteilszeitpunkt geschehen. Folglich sind – entgegen der wohl h.L. – auch Aktien, die vom Anbieter nach Ablauf des Angebots erworben werden, bei der Berechnung seiner Gesamtbeteiligung zu berücksichtigen.

Unsere Überlegungen zum *squeeze out merger* gemäss FusG fassen wir wie folgt zusammen:

- Es ist zulässig, beim *squeeze out merger* von Schwes-tergesellschaften dem beherrschenden Aktionär Aktien der übernehmenden Gesellschaft zuzuteilen, den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären hingegen eine Abfindung zu entrichten. Das aktienrechtliche Gebot der relativen Gleichbehandlung wird dadurch nicht verletzt.
- Die rechtsvergleichenden Betrachtungen helfen bei der – derzeit sehr vielfältigen – Auslegung des *squeeze out merger* Ausschlussquorums i.S.v. Art. 18 Abs. 5 FusG. Nicht zuletzt weil sich international die notwendigen Beteiligungen stets mit Blick auf *sämtliche* stimmberechtigten Aktien bzw. *sämtliche* Aktien einer Kategorie berechnen, drängt es sich auf, bei Art. 18 Abs. 5 FusG *90% sämtlicher* (und nicht bloss der vertretenen) Aktienstimmen als massgebend zu erklären. Dieses Verständnis wird insbesondere auch durch eine Analogie zum gleichen Quorum bei der inhaltlich verwandten erleichterten Fusion (Art. 23 Abs. 2 FusG) bestätigt.
- Auf welche Weise das Quorum gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG bei einer Abstimmung erreicht wird, ist unerheblich. Insbesondere steht es mehreren Aktionären frei, sich auch nur kurzfristig und mit der alleinigen Absicht, die verbleibenden Kleinaktionäre auszuschliessen, zusammenzutun.
- Die verfahrensmässigen Erleichterungen gemäss Art. 24 Abs. 2 FusG stehen beim *squeeze out merger* nicht zur Verfügung.
- Geht man davon aus, dass unter dem geltenden Recht der *squeeze out merger* auch zulässig ist, solange die Aktien der übernommenen Gesellschaft kotiert sind, führt dies zu einer kalten Dekotierung (Art. 80 Ziff. 3 KR). Dagegen könnten sich die Kleinaktionäre mit der gewöhnlichen aktienrechtlichen Anfechtungsklage zu wehren versuchen (Art. 706 Abs. 1 und Abs. 2 Ziff. 2 OR). *De lege ferenda* wäre ausdrücklich zu klären, ob die Aktien der übernommenen Gesellschaft bei einem *squeeze out merger* noch kotiert sein dürfen.
- U.E. und entgegen der wohl h.L. kann es nicht rechtsmissbräuchlich sein, eine Fusion nur durchzuführen, um Minderheitsaktionäre auszuschliessen.

Schliesslich gehen wir mit der h.L. davon aus, dass Art. 33 BEHG keine *lex specialis* zum *squeeze out merger* darstellt. Erreicht ein Anbieter bei seinem öffentlichen Angebot mehr als 90%, nicht aber 98% aller Aktienstimmen, so kann er die verbleibenden Kleinaktionäre mittels *squeeze out merger* ausschliessen.