

Barabfindungsfusion (Cash Out-Merger)

Dr. Roger Groner, LL.M., Rechtsanwalt (Zürich)*

I. Einführung

A. Begriff

Mit Inkrafttreten des Fusionsgesetzes (FusG)¹ wird es in einer Fusion möglich sein, den Aktionären der untergehenden Gesellschaft eine *Abfindung* (namentlich Bargeld) zu bezahlen, anstatt sie mit Beteiligungspapieren der übernehmenden Gesellschaft zu kompensieren (Art. 8 Abs. 2 FusG).

Eine Barabfindungsfusion kann dem Mehrheitsaktionär dazu dienen, die restlichen Aktionäre aus der Gesell-

schaft zu «quetschen» (darum die Begriffe *squeeze out*-, *freeze out*- oder *cash out-merger*)². Zu diesem Zweck gründet der Mehrheitsaktionär, beispielsweise der A-AG, ein Akquisitionsvehikel, deren Aktien vollständig in seinem Eigentum stehen und deren einziges Aktivum liquide Mittel sind. Anschliessend weist er den Verwaltungsrat der A-AG an, mit dem Akquisitionsvehikel zu fusionieren. Die A-AG geht im Vehikel auf und die Aktionäre der A-AG werden mit einer *Geldzahlung* für ihre A-Anteile kompensiert. Nach Durchführung der Fusion beherrscht der Alleinaktionär des Vehikels (der frühere Mehrheitsaktionär der A-AG) das Unternehmen.

B. Nutzen des freeze out-mergers

Der *freeze out-merger* dient dazu, die Kosten einer zersplitterten Aktionärsstruktur einzusparen³. Indem eine Gesellschaft mit Minderheitsaktionären in eine Gesellschaft mit einem einzigen Aktionär umgewandelt wird, werden *Agency-Kosten* beseitigt⁴. Kontrolliert nämlich eine Mehrheitsaktionärin das Management, profitieren alle Aktionäre, auch die passiven Minderheitsaktionäre. Kann die Mehrheitsaktionärin diese «Trittbrettfahrer» eliminieren, fällt der gesamte Nutzen aus ihren Bemühungen ihr alleine zu. Nach Durchführung eines *freeze out-mergers* hat sie *einen grösseren Anreiz*, das Management zu überwachen⁵. Dies führt langfristig zu mehr Effizienz in der Wirtschaft. Weiter fallen *shareholder servicing-Kos-*

Das in Aussicht stehende Fusionsgesetz beinhaltet besondere Schutzbestimmungen gegen schwerwiegende Benachteiligungen von Minderheitsaktionären. So sollen bei Fusionen Aktionäre der zu übernehmenden Gesellschaft erst mit einer Geldzahlung abgefunden werden können, wenn qualifizierte Voraussetzungen erfüllt sind, insbesondere der Verwaltungsrat den Zusammenschluss rechtlich und wirtschaftlich begründet hat und eine Genehmigung durch ein unabhängiges Organ vorliegt. Die Abfindungssummen ergeben sich aus der Bewertung der Gesellschaft und sind damit abhängig von den Bewertungsmethoden. Der Autor beleuchtet diese im Einzelnen.

Zi.

La future loi sur la fusion contient diverses normes permettant d'éviter que les actionnaires minoritaires soient gravement désavantagés. Ainsi, en cas de fusion, les actionnaires de la société transférante ne recevront un dédommagement en espèces que lorsque des conditions spécifiques auront été remplies, en particulier que le conseil d'administration de celle-ci aura justifié la fusion juridiquement et économiquement et qu'il aura obtenu une autorisation d'un organe indépendant. Le montant du dédommagement dépend de la valeur de la société et est dès lors tributaire des méthodes d'évaluation appliquées. L'auteur présente et apprécie celles-ci.

P.P.

* Der Autor wirkte an der Vernehmlassung des Schweizerischen Anwaltsverbands zum Fusionsgesetz mit.

¹ Entwurf Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung und Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz).

² Robert Charles Clark: *Corporate Law*, Boston/Toronto 1986, 499; Steven L. Emanuel: *Corporations*, Larchmont (NY) 1997, 3. A., 470.

³ Das Fusionsgesetz soll laut Bundesrätin Metzler die *optimale rechtliche Ausgestaltung der Unternehmen* erleichtern (AB 2001 147).

⁴ *Agency-Kosten* entstehen, weil die Interessen rationell handelnder Manager auf Maximierung ihres Eigennutzens denjenigen der Aktionäre auf Steigerung der Nettoprofite widersprechen. Der Interessenkonflikt kann dazu führen, dass die Manager nicht konsequent Unternehmenswert steigern (wodurch *residual costs* entstehen), dass Aktionäre die Geschäftsführung kontrollieren (*monitoring costs*) und dass Manager Massnahmen ergreifen, um den Aktionären Gewissheit zu geben, nicht übervorteilt zu werden (*bonding costs*; wie etwa eine Beteiligung der Manager am Aktienkapital).

⁵ Clark (Fn. 2) 510 f.

ten durch Vereinfachung der Generalversammlung und der Rechnungslegung weg.

Darüber hinaus ermöglicht der *freeze out-merger* effizienzsteigernde Transaktionen wie etwa einen *two-step tender offer*, in dem ein Bieter den Investoren im Prospekt zum öffentlichen Kaufangebot mitteilt, dass er nach einer erfolgreichen Übernahme eine Barabfindungsfusion mit einer von ihm beherrschten Gesellschaft zu einem tiefen Preis plant (*back-end merger*). Der Bieter übt damit *Druck* auf die Investoren aus, ihre Aktien anzudienen⁶. Dies ist volkswirtschaftlich sinnvoll, weil es dazu führt, dass schlechte Managementteams ausgewechselt werden (*market for corporate control*)⁷.

C. Kosten für die Minderheitsaktionäre

Kosten können den Minderheitsaktionären aus dem transaktionsbedingten *Interessengegensatz* entstehen: der Mehrheitsaktionär (formell das übernehmende Akquisitionsvehikel) bezahlt einen möglichst tiefen Preis für die Aktien. Die Rendite der Minderheitsaktionäre sinkt.

Weitere Kosten entstehen den Minderheitsaktionären dadurch, dass mit einer Barabfindung eine *Steuerforderung* begründet wird. In bar abgefundene Aktionäre realisieren einen Kapitalgewinn^{7a}. Für *juristische Personen*, die liquide Mittel aus dem Zwangsverkauf erhalten, fallen Ertragssteuern an. *Natürliche Personen* realisieren zwar grundsätzlich einen *steuerfreien Kapitalgewinn* (auch beim *cash out-merger*), wenn sie die Aktien in ihrem Privatvermögen halten (Art. 16 Abs. 3 DBG; Art. 7 Abs. 4 lit. b StHG). Eine Ausnahme vom steuerfreien Kapitalgewinn liegt indessen vor, wenn ihre

Vermögensverwaltung als gewerbmässiger Aktienhandel qualifiziert wird oder ein anderer Ausnahmetatbestand (wie Teilliquidation, Veräusserung einer Immobiliengesellschaft oder Transponierung) vorliegt.

D. Schutz der Minderheitsaktionäre

Minderheitsaktionäre werden vor Ausbeutung des Mehrheitsaktionärs in einem *freeze out-merger* mit folgenden Mitteln geschützt:

- Dem Anspruch auf eine angemessene Abfindung (Art. 8 Abs. 2 FusG; unten Ziff. II).
- Der Pflicht des Verwaltungsrates, den Fusionsvertrag zu begründen und zu erläutern (Art. 14 FusG; unten Ziff. III).
- Dem Zustimmungserfordernis von 90 Prozent aller Aktienstimmen und -nennwerte gemäss Art. 17 Abs. 5 FusG (unten Ziff. IV).
- Den richterlichen Grundsätzen zum Selbstkontrahieren, die eine Genehmigung durch unabhängige Verwaltungsratsmitglieder oder durch die Mehrheit der Minderheitsaktionäre voraussetzt (unten Ziff. V).

II. Anspruch auf eine angemessene Abfindung

A. Fragestellung

Die eliminierte Aktionärin hat gestützt auf Art. 8 Abs. 2 FusG Anspruch auf eine *angemessene Abfindung*, was der richterlichen Kontrolle untersteht (Art. 104 FusG).

Eine korrekte Bewertungsmethode übt eine *disziplinierende Wirkung* auf den *Mehrheitsaktionär* aus. Darüber hinaus hat die Bewertungsmethode Auswirkungen auf die Bewertung von Minderheitsanteilen durch den *Markt*. Müssen Investoren damit rechnen,

dass eine Fusionsabfindung anhand laxer Bewertungsmethoden bestimmt wird, entsteht ein (nicht-wegdiversifizierbares) Risiko. Investoren übernehmen zusätzliches Risiko nur gegen Kompensation, gegen Bezahlung einer Risikoprämie. Diese Risikoprämie weist die Form eines tieferen Preises von Minderheitsbeteiligungen auf (*squeeze-out discount*)⁸. Unangemessene richterliche Grundsätze zur Unternehmensbewertung führen dementsprechend zu Restriktionen bei der Kapitalaufnahme.

Führen die *richterlichen Anforderungen* an die *Unternehmensbewertung* zum richtigen Unternehmenswert? Ausgangspunkt zur Beantwortung dieser Frage ist eine kurze Darstellung der bundesgerichtlichen Grundsätze zur Unternehmensbewertung (unten lit. C). Anschliessend werden die Discounted Cash Flow- (unten lit. D), die Substanzwert- (lit. E), die Ertragswert- (lit. F), die Praktiker- (lit. G) und die Li-

⁶ Wie im amerikanischen Recht ist die *Best Price Rule* (Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK; Rule 13e-4(f)(4) der SEC) nicht anwendbar, da die Fusionsabfindung ausserhalb des öffentlichen Kaufangebots entrichtet wird. Auf jeden Fall gilt die *Best Price Rule* nicht mehr nach sechs Monaten seit Ablauf der Nachfrist (Empfehlung der Übernahmekommission vom 15. Januar 1999 i.S. Danzas Holding).

⁷ *Peter Nobel*: Zur Koexistenz von Recht und Ökonomie: Ökonomische Analyse des Rechts als Aufforderung zum Dialog, Der Kanton St. Gallen und seine Hochschule, St. Gallen 1989, 454 ff., 458.

^{7a} *Peter Bäckli*: Fusions- und Spaltungssteuerrecht: Gelöste und ungelöste Probleme, ASA 67 (1998/99) 1 ff., 13.

⁸ *David Cohen*: Valuation in the Context of Share Appraisal, Emory Law Journal 34 (1985) 117 ff., 125; *Zenichi Shishido*: The Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations, Fordham Law Review 62 (1993) 65 ff., 82.

quidationswertmethode (lit. H) dargestellt, bevor die Schlussfolgerungen (lit. I) gezogen werden.

B. Bundesgerichtliche Bewertungsgrundsätze

1. Bundesrechtliche Anforderungen Bundesrecht bestimmt, nach welchen *Rechtsgrundsätzen* Aktien zu bewerten sind, sofern ein Aktionär einen bundesrechtlichen Anspruch auf Auszahlung des wirklichen Werts hat⁹. Art. 8 Abs. 2 FusG verschafft einen solchen bundesrechtlichen Anspruch. In welcher Situation welche Bewertungsgrundsätze anwendbar sind, ist somit eine (privatrechtliche) *Rechtsfrage*. Bundesrecht verlangt, dass die Unternehmensbewertungsmethode *nachvollziehbar, plausibel, anerkannt*, in vergleichbaren Fällen *verbreitet* und begründetermassen besser oder mindestens ebenso *bewährt* ist wie andere Methoden¹⁰.

Dagegen ist die nach den Bewertungsgrundsätzen vorzunehmende *Wertermittlung* eine vom *kantonalen Recht* abschliessend zu beurteilende *Tatfrage*¹¹. Zu den Tatfragen gehören die vom Unternehmensbewerter in tatsächlicher Hinsicht getroffenen Annahmen, es sei denn, diese beruhen ihrerseits auf der falschen Anwendung der zu ihrer Ermittlung regelmässig benützten Methode.

2. Fortführung des Unternehmens: Pluralismus von Bewertungsmethoden

Bei kotierten Aktien geht das Bundesgericht zu Recht davon aus, dass der «wirkliche Wert» dem *Börsenkurs* entspricht¹². Eine Unternehmensbewertung erübrigt sich in einem liquiden Markt. Als massgebender Zeitraum für die Ermittlung des Börsenkurses sollte die Zeit vor Ankündigung des *freeze out-mergers* gelten¹³.

Für nicht-regelmässig gehandelte Aktien *geschlossener Gesellschaften* ist eine Unternehmensbewertung vorzunehmen. Grundsätzlich verlangt Bundesrecht, dass eine Gesellschaft, deren operativer Betrieb fortgeführt wird, zu *Fortführungswerten* zu bewerten ist¹⁴. Der Wert der Aktien ist «*unter Einschluss von Substanz- und Ertragswert zu bestimmen*»¹⁵. Substanz- und Ertragswertmethode unterscheiden sich dabei nach Ansatz und Methodik:

- Als *Substanzwert* gilt der *Marktwert* der Aktiven. Marktwert bedeutet der Preis, den ein Dritter für die Gesellschaftsaktiven bezahlen würde, oder der Preis, den das Unternehmen bezahlen müsste, um die Aktiven im Markt einzuzukaufen¹⁶.
- Der *Ertragswert* einer Gesellschaft ist der abdiskontierte Gegenwartswert der zukünftigen Profite¹⁷.

Nicht-betriebsnotwendige Bestandteile sind auszuscheiden und separat

zu beurteilen¹⁸. Das Bundesgericht überlässt den vom Gericht oder von den Parteien bestellten Unternehmensbewertern einen erheblichen Freiraum. Nach der Rechtsprechung besteht ein *Pluralismus gleichwertiger Bewertungsmethoden*. Je nach Gesellschaftsaktiven und je nach den Verhältnissen im Einzelfall kann der Unternehmenswert nach verschiedenen Methoden ermittelt werden¹⁹.

3. Liquidation des Unternehmens: Liquidationswert

Steht die Gesellschaft vor der Auflösung, namentlich durch Liquidation oder Konkurs, spielt der Ertragswert keine Rolle, da mit dem Unternehmen keine zukünftigen Profite mehr erzielt werden. In dieser Situation ist der *Liquidationswert (break-up value)* zu ermitteln²⁰. Liquidationswert bedeutet der Wert, den *Dritte* bei *Liquidation der Aktiven* (seltener des Unternehmens als Ganzes) *bezahlen*. Bei Auflösung der Gesellschaft wird eine Zerschlagung der Betriebseinheit vermutet, d.h. eine individuelle Veräusserung der einzelnen Vermögenswerte. Liquidationswert bedeutet deshalb Zerschlagungs-, Occasions- oder Schrottwert²¹.

C. Discounted Cash Flow

1. Zukünftige Profite

Die anerkannteste Methode zur Berechnung des Unternehmenswertes ist die Discounted Cash Flow-Methode (DCF-Methode).

Ausgangspunkt der DCF-Methode bildet die Hypothese, dass Vermögenswerte (Aktien, Obligationen, Liegenschaften, Produktionsmaschinen, Autos, Gold usw.) einen «Wert» aufweisen, weil sie einen Strom *zukünftiger Vorteile* verschaffen²². Wer einen Vermögenswert be-

⁹ Nicht in der amtlichen Sammlung veröffentlichter Entscheid des Bundesgerichts vom 3. April 2001, I. Zivilabteilung, 4C.363/2000/rnd, E. 3.b.

¹⁰ Bundesgerichtsentscheid vom 3. April 2001 (Fn. 9) E. 3.b.

¹¹ BGE 120 II 259, 260, E. 2.a.

¹² BGE 92 III 20, 25, E. 3.b.

¹³ So auch im deutschen Recht: OLG Stuttgart vom 4. Februar 2000, 4W 15/98, in: AG 2000 428 ff., 429.

¹⁴ *Carl Helbling*: Bilanz- und Erfolgsanalyse, 10. A., Bern/Stuttgart/Wien 1997, 215 f.

¹⁵ Bundesgerichtsentscheid vom 3. April 2001 (Fn. 9) E. 2.c; BGE 120 II 259, 261, E. 2.b.

¹⁶ *Helbling* (Fn. 14) 86.

¹⁷ *Helbling* (Fn. 14) 123; *Peter Böckli*: Schweizer Aktienrecht, 2. A., Zürich 1996, N 701.

¹⁸ BGE 121 III 152, 155, E. 3.b.

¹⁹ Bundesgerichtsentscheid vom 3. April 2001 (Fn. 9) E. 3.b.

²⁰ BGE 120 III 259, 263, E. 2.c; BGE 121 III 152, 155, E. 3.c.

²¹ *Helbling* (Fn. 14) 216.

²² *Cohen* (Fn. 8) 127; *Helbling* (Fn. 14) 105.

sitzt, ist einzig an zukünftigem Nutzen interessiert und nicht daran, welche Vorteile in der Vergangenheit daraus erzielt wurden²³. Der Käufer eines Gebrauchtwagens informiert sich zwar über den Kilometerstand des Wagens, den bisherigen Besitzer und Unfälle in der Vergangenheit. Diese Informationen sind für ihn aber nur von Interesse, um abschätzen zu können, welche Leistung das Fahrzeug in der Zukunft erzielen wird und welche zukünftigen Kosten anfallen könnten.

Zukünftige Vorteile können zwei Formen aufweisen: *finanzielle* wie Geld oder andere Vermögenswerte (beispielsweise eine Bar- oder Sachdividende bei Aktien) oder *nicht-finanzielle* (etwa der Genuss, ein Kunstgemälde zu besitzen). Gewisse Aktiven weisen beide Formen auf, etwa ein Ferienhaus, das einige Monate im Jahr vermietet und die restliche Zeit vom Eigentümer benutzt wird. Moderne Finanztheorie geht davon aus, dass (unabhängig von ihrer Form) zukünftige Vorteile in periodische Geldzahlungen konvertiert werden können²⁴. Der Strom zukünftiger Geldströme wird alsdann in den Betrag umgerechnet, der in der Gegenwart («jetzt») nötig ist, um den antizipierten Geldzuwachs zu erwerben²⁵.

2. Aktienwert

Der Wert einer Aktie entspricht nach den obigen Ausführungen dem *Gegenwartswert der zukünftigen Zahlungsströme*, die aus dem Aktienbesitz resultieren²⁶. Aktionäre erhalten die Zahlungsströme in zwei Formen: als *Dividenden* und als *Differenz zwischen Anschaffungs- und Wiederverkaufspreis*²⁷. Die für den Gegenwartswert relevanten Kriterien sind damit Dividenden, der Anschaffungspreis der Aktie, der Verkaufspreis sowie der Kapitalisierungssatz. Vergangene Tat-

sachen (im letzten Quartal bezahlte Preise oder vom Unternehmen erzielte Profite) sind für die Berechnung irrelevant.

D. Substanzwert

Wie sind unter diesen Gesichtspunkten die bundesgerichtlichen Bewertungsregeln zu würdigen? Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist die Ermittlung des Substanzwertes des Unternehmens eine *vorrangige Methode* zur Feststellung des wirklichen oder inneren Wertes von Aktien, wenn das Unternehmen fortgeführt wird²⁸. Üblicherweise wird der Substanzwert entweder durch Ermittlung des *Buchwertes* oder des *Marktwertes* festgestellt²⁹.

Der *Buchwert* ist ein zufälliger Wert. Er entspricht dem Anschaffungswert minus den Abschreibungen, die der CFO der Gesellschaft mehr oder weniger beliebig festlegen (und ändern) kann. Der Buchwert hat somit nichts mit dem Wert der zukünftigen Nettoprofite zu tun³⁰.

Auch der *Marktwert* der Aktiven hat keine (oder eine bloss geringe) Beziehung zu den zukünftigen Nettoprofiten der Gesellschaft. Marktwert bedeutet der Preis, den ein Dritter im Markt für die Gesellschaftsaktiven bezahlen würde, oder der Preis, den das Unternehmen bezahlen müsste, um die Aktiven im Markt einzukaufen (Reproduktionskosten)³¹. Reproduktionskosten haben *keine Beziehung* zu den *zukünftigen Nettoprofiten*, die mit dem Unternehmen erzielt werden können. Vielmehr entspricht der Marktwert eines Produktionsgutes in einem kompetitiven Markt den Herstellungskosten, inklusive einer marktkonformen Rendite auf den Kapitalkosten³².

Bei Fortführung des Unternehmens sind die Reproduktionskosten (der

«Marktwert») somit keine taugliche Bewertungsgrundlage. Investoren stützen ihren Anlageentscheid nicht auf die Reproduktionskosten. Bundesgerichtliches Akzeptieren von Unternehmensbewertungen gestützt auf den Substanzwert führt zu unkorrekten Resultaten.

E. Ertragswert

Nach bundesgerichtlicher Praxis kann auch der Ertragswert des Unternehmens zur Evaluation des Aktienwerts dienen³³. Der Ertragswert einer Gesellschaft ist der abdiskontierte Gegenwartswert der Ertragskraft der Unternehmensaktiven³⁴. Zur Bestimmung des Ertragswerts gibt es verschiedene Methoden. Eine vom Bundesgericht anerkannte Methode ist die *Multiplikation des durchschnittlichen Jahresertrages* mit einem Mul-

²³ Giorgio Behr: Funktion und Grenzen der Rechnungslegung als Instrument der wirtschaftlichen Steuerung, ZSR 119 (2000) Band 141, 1 ff., 14.

²⁴ Gary S. Becker: The Economic Approach to Human Behavior, Chicago 1976, 5; Cohen, 128; Technau, 452.

²⁵ Roger M. Kunz: Shareholder Value durch Financial Engineering: Stimmrechte, Einheitsaktien und Aktiensplits, Basler Habil., Bern/Stuttgart/Wien 1998, 50.

²⁶ Helbling (Fn. 14) 87; Carsten Steinhauer: Der Börsenpreis als Bewertungsgrundlage für den Abfindungsanspruch von Aktionären, AG 1999 299 ff., 300.

²⁷ Cohen (Fn. 8) 132.

²⁸ BGE 120 II 259, 26, E. 2.b; BGE 92 III 20, 25, E. 3.

²⁹ Helbling (Fn. 14) 86.

³⁰ Cohen (Fn. 8) 136.

³¹ Helbling (Fn. 14) 86.

³² Richard Posner, Antitrust Law. An Economic Perspective, Chicago 1976 (Nachdruck 1984) 8 ff.

³³ BGE 120 II 259, 261, E. 2.b.

³⁴ Helbling (Fn. 14) 123; Böckli (Fn. 17) N 701.

tiplikator³⁵. Hierzu wird in einem ersten Schritt der «durchschnittliche Jahresertrag» festgestellt. Normalerweise wird der durchschnittliche Nettoprofit der letzten zwei bis fünf Jahre herangezogen³⁶. Ausserordentliche Einflüsse auf den Profit werden ausser Acht gelassen (beispielsweise ausserordentliche Erträge aus Unternehmensverkäufen oder ausserordentliche Abschreibungen). Zur Bestimmung des korrekten Multiplikators wird ein «bewertungsüblicher» Zinsfuss gesucht, der das Risiko des Unternehmens (die Variabilität der Erträge), die Betriebskosten, Unterhaltskosten und Rückstellungen angemessen reflektiert³⁷.

Das erste Problem dieser Form der Ertragswertmethode ist deren Grundlage: *vergangene Profite*. Böckli rechtfertigt das Abstellen auf vergangene Erträge damit, dass projizierte, zukünftige Gewinne zu spekulativ seien³⁸. Diese Ansicht übersieht allerdings, dass das Ignorieren eines Trends eine Annahme bedeutet, dass dieser Trend nicht existiert. Böckli unterstellt, dass die vergangenen Profite für immer *gleich bleiben*. Eine *Wachstumsrate* der Erträge von *Null* ist eine höchst *konservative* und *ungewöhnliche Annahme* – ungewöhnlich, weil erfolgreiche Unternehmen im Laufe der Zeit gewachsen sind. Die (vergangene) Wachstumsrate der Profite ist

deshalb nicht Null. Ironischerweise steht diese Null-Wachstums-Annahme im Widerspruch zur ihr zugrundeliegenden Aussage, wonach das Abstellen auf zukünftige Erträge zu spekulativ sei. Diese Aussage reflektiert nämlich ebenfalls eine Annahme zur Zukunft. Investoren wären überrascht, wenn sie erfahren würden, dass teilweise in gerichtlichen Unternehmensbewertungsexpertisen von Null-Wachstums-Raten ausgegangen wird.

Das zweite Problem der Ertragswertmethode ist das Abstellen auf die Ertragszahlen gemäss *Erfolgsrechnung*. Regelmässig wird nicht auf «pure» Zahlungsströme (*net cash flows*) abgestellt, sondern auf Erträge, die um buchhalterische Grössen wie Abschreibungen und Marketing- oder Forschungskosten bereinigt wurden. Abschreibungen werden nach vorher festgelegten Grundsätzen (lineare, regressive oder depressive Abschreibung) festgelegt. Sie reflektieren nicht die tatsächlichen Wertverluste der Aktiven. Beispielsweise werden Werbe- oder Forschungskosten regelmässig als Kosten im Geschäftsjahr als Aufwand verbucht, in dem sie entstehen. Die korrekte ökonomische Behandlung wäre allerdings die Kapitalisierung der Kosten und die Abschreibung über ihre Nutzungsdauer.

Die Ertragswertmethode, die auf vergangene Nettoprofite gemäss der Erfolgsrechnung abstellt, zeigt damit (gleich wie die Substanzwertmethode) nicht den korrekten Unternehmenswert. In dieser Hinsicht überzeugen die bundesgerichtlichen Bewertungsgrundsätze nicht, da sie den Unternehmensbewertern (bzw. ihrem Auftraggeber, dem Mehrheitsaktionär) einen zu weiten Spielraum überlassen.

F. Praktikermethode

Das Bundesgericht lässt auch die «Praktikermethode» zu, wonach Substanz- und Ertragswert einen prozentualen Anteil am Unternehmenswert ausmachen³⁹.

Bei der Praktikermethode kommt erschwerend hinzu, dass ihr theoretisches Fundament nicht stimmt⁴⁰. Oft liegen Ertrags- und Substanzwert weit auseinander. Beispielsweise betrug in einem Bundesgerichtsentscheid der «Realwert» (Substanzwert) einer Unternehmensliegenschaft CHF 1,8 Mio. und der Ertragswert (Kapitalisierung der Mietzinse) CHF 770 000⁴¹. Der Substanzwert machte damit 230 Prozent des Ertragswerts aus. Das Bundesgericht ging von einem «Verkehrswert» der Liegenschaft von CHF 980 000 aus, da der tiefere Ertragswert im Umfang von 80 Prozent gewichtet wurde.

Die Substanz- und Ertragswertmethode führen zu unterschiedlichen Resultaten, weil sie unterschiedliche Kriterien messen⁴². Dabei ist es paradox, einfach einen Punkt in der Mitte, zwischen Substanz- und Ertragswert, für richtig zu erachten. Bei einer Streitigkeit um das Zustandekommen eines Vertrages, bei der eine Partei einen Konsens, die andere einen Dissens behauptet, kann der Richter auch nicht auf die Bindungswirkung der ersten fünf Vertragsseiten erkennen und die restlichen fünf Seiten als nicht-verbindlich erklären.

G. Liquidationswert

In verschiedenen Bundesgerichtsentscheiden überstieg der Liquidationswert der in Frage stehenden Gesellschaft (d.h. der Preis, der bei Veräusserung der Aktiven realisiert werden könnte) ihren Substanzwert und dies auf einer *going-concern* Ba-

³⁵ Böckli (Fn. 17) N 701; Helbling (Fn. 14) 88.

³⁶ Helbling (Fn. 14) 130.

³⁷ Bundesgerichtsentscheid vom 3. April 2001 (Fn. 9) E. 3.b.

³⁸ Böckli (Fn. 17) N 701b.

³⁹ Helbling (Fn. 14) 130 ff.

⁴⁰ Helbling (Fn. 14) 202.

⁴¹ Bundesgerichtsentscheid vom 3. April 2001 (Fn. 9) E. 4.b.

⁴² Helbling (Fn. 14) 202.

sis⁴³. Liegt der Substanzwert des Unternehmens bei CHF 100 und der Liquidationswert bei CHF 200, bedeutet das nichts anderes, als dass das Management die Aktiven nicht effizient nutzt. Es ist lohnender, die Aktiven zu veräussern als mit ihnen die operative Tätigkeit fortzuführen. Die Zeit ist gekommen, das Unternehmen zu liquidieren. Würden die Manager ihre Sorgfaltspflicht nach Art. 717 Abs. 1 OR ernst nehmen, liquidierten sie die Gesellschaft freiwillig und verteilten den Liquidationserlös an die Aktionäre.

Das Bundesgericht stellt auch dann auf den *Fortführungswert* ab, wenn dieser unter dem Liquidationswert liegt⁴⁴. Dies ist aus ökonomischer Perspektive falsch, da ineffiziente Anreize gesetzt werden. Steht ein Unternehmen mit tiefem Fortführungs- und hohem Liquidationswert (z.B. ein schlecht geführtes Kino in einem Villenquartier) zum Verkauf, orientierten sich Bieter in einer Auktion am möglichen Nutzen, d.h. im Fall der Kino-AG an den Mieterträgen nach der Umwandlung («Liquidation»). Liquidationswert bedeutet in dieser Situation «Ertragswert» (im Sinne des Gegenwartswerts potenziell erzielbarer zukünftiger Erträge). Das Bundesgericht berücksichtigt die Möglichkeit der Auktion nicht. Faktisch schützt es damit ineffizient und gesetzeswidrig handelndes Management, das die Sorgfaltspflicht nach Art. 717 Abs. 1 OR im Sinne der Aktienwertsteigerung verletzt⁴⁵.

Zurück zum *freeze out-merger*: Fusioniert die Gesellschaft, wenn der Liquidationswert höher als der Fortführungswert ist, und die Aktionäre werden mit Bargeld abgefunden, kommen die Manager der Aufforderung nach Schaffung von *shareholder value* nach. Eine Barabfindungsfusion

im Sinne von Art. 8 Abs. 2 FusG ist nichts anderes als ein *Verkauf* des Unternehmens an einen Dritten oder an den Hauptaktionär. Die Aktiven werden einem neuen Eigentümer übertragen, die bisherigen *residual risk bearers* erhalten eine Entschädigung in Form liquider Mittel. Mit der Barabfindungsfusion wird die Gesellschaft aus Sicht der Minderheitsaktionäre *liquidiert*. In dieser Situation ist der Substanzwert infolge der fehlenden Fortführung der Gesellschaft (aus Sicht der Minderheitsaktionäre) nicht mehr die relevante Grösse. Für die Bewertung der angemessenen Abfindung im Sinne von Art. 8 Abs. 2 FusG bildet der *Liquidationswert* die *untere Grenze der Bewertung*.

H. Schlussfolgerungen

Der bundesgerichtliche Bewertungsmethodenpluralismus ist insofern inkonsistent mit moderner Bewertungstheorie, als unangemessene Methoden (die auf Buchwerte, vergangene Erträge oder Herstellungskosten von Aktiven abstellen) für zulässig erkannt werden. Idealerweise wird eine Bewertungsmethode verwendet, die einzig auf den *zukünftigen aus dem Unternehmen fliessenden Nutzen* abstellt.

III. Transparenz durch den Fusionsbericht

A. Zweck

Nach Art. 14 Abs. 1 FusG müssen die obersten Leitungs- oder Verwaltungsorgane der beteiligten Gesellschaften einen schriftlichen Bericht über die Fusion erstellen. Sie können den Bericht auch gemeinsam verfassen.

Der spezialisierte Verwaltungsrat verfügt gegenüber (passiven) Ak-

tionären über einen Informationsvorsprung. Normalerweise kennt er fusions- und unternehmensspezifische Tatsachen, hat Branchenerfahrung und wird dafür entschädigt, das wertsteigernde Potenzial der Fusion einzuschätzen. Der Fusionsbericht im Sinne von Art. 14 FusG ist ein Instrument, die Beurteilung der Fusion durch den besser informierten Verwaltungsrat an die Aktionäre zu vermitteln⁴⁶. Der Fusionsbericht soll als Grundlage für den Entscheid der Aktionäre an der Generalversammlung dienen. Ausserdem soll der Fusionsbericht den Aktionären beim Entscheid helfen, ob sie ihr *appraisal right* nach Art. 104 FusG ergreifen sollen oder nicht.

B. Inhalt

1. Rechtliche und wirtschaftliche Erläuterung

Art. 14 Abs. 3 FusG listet eine Reihe von Punkten auf, die *«rechtlich und wirtschaftlich zu erläutern und zu begründen»* sind. *«Rechtlich erläutern»* bedeutet, dass über die Transaktionsstruktur, die *rechtlichen Folgen* und *Risiken* informiert werden muss. Beispielsweise hat der Fusionsbericht

⁴³ BGE 120 II 259.

⁴⁴ BGE 120 II 259, 263, E. 2.c.

⁴⁵ Nach traditioneller Auffassung ist der Verwaltungsrat verpflichtet, Aktienwert in langfristiger Weise zu schaffen. Er darf dabei die Interessen von Arbeitnehmern und Gläubigern berücksichtigen, sofern dies zur Unternehmenswertsteigerung beiträgt (BGE 100 II 384, 394, E. 4). In neueren Entscheiden geht das Bundesgericht davon aus, dass das Gesellschaftsinteresse ausschliesslich aus dem Interesse der Aktionäre besteht (z.B. Bundesgerichtsentscheid 4C.234/2001/vom 10. Dezember 2001, E. 1.a.aa).

⁴⁶ Botschaft zum Fusionsgesetz vom 13. Juni 2000, BBl 2000 4337 ff., 4410.

darzulegen, welche Folgen die Nichtgenehmigung der Fusion durch die Generalversammlung hat (Konventionalstrafen, Schadloshaltungszahlungen usw.). «Wirtschaftlich erläutern» bedeutet, dass im Fusionsbericht die unternehmerischen Chancen und Risiken der Fusion darzulegen sind. Namentlich sind die wichtigsten Gründe für die Fusion sowie deren Kosten und Risiken anzugeben (Art. 14 Abs. 3 lit. a FusG).

2. Art der Abfindung

Das Fusionsgesetz unterlässt es bewusst, den Begriff der «angemessenen Abfindung» im Sinne von Art. 8 Abs. 2 FusG zu definieren⁴⁷. Das Gesetz ermöglicht damit den Gesellschaften, unter Berücksichtigung ihrer unternehmerischen Möglichkeiten und der Bedürfnisse der Investoren eine angemessene finanzielle Lösung zu finden. Die Abfindung kann irgendein Vermögenswert sein. Wichtigste Beispiele sind Bargeld, Aktien anderer Gesellschaften, Darlehensforderungen, Obligationenanleihen oder auch Sachwerte des Unternehmens. Denkbar ist auch, dass die Abfindung einen (bedingten oder unbedingten, allen-

falls erst zukünftig fälligen) Anspruch der (ehemaligen) Aktionäre gegenüber der übernehmenden Gesellschaft vermittelt. Solche (unsicheren) Forderungen können etwa die Auszahlung von Bargeld beinhalten, sobald eine hinterlegte Summe freigegeben worden ist (*contingent escrow payments*) oder soweit die fusionierte Gesellschaft nach der Fusion bestimmte Umsatz- oder Ertragszahlen erreicht (*contingent cash earnout payments*). Nicht vorausgesetzt ist, dass die übernehmende Gesellschaft im Zeitpunkt der Fusion über den Vermögenswert verfügt oder daran berechtigt ist. Der Vermögenswert kann auch von Dritten (beispielsweise der untergehenden Gesellschaft) stammen.

Der Verwaltungsrat hat sicherzustellen, dass der weite Spielraum bei der Festsetzung der Abfindungsform nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre missbraucht wird. Er hat deshalb die spezifischen Charakteristiken der Entschädigung (Fälligkeit, Raten, Bedingtheit gewisser Zahlungen) im Fusionsbericht zu erörtern.

3. Höhe der Abfindung

Ein im Interesse aller Aktionäre handelnder Verwaltungsrat muss sich beim Verfassen des Fusionsberichts vergewissern, dass die Abfindung die zukünftigen Nettoprofiten reflektiert. Die Abfindung muss sich zumindest im Rahmen vertretbarer Preise bewegen, die nach den bundesgerichtlichen Bewertungsgrundsätzen (oben Ziff. II) festgelegt worden sind. Der Verwaltungsrat muss im Fusionsbericht nachvollziehbar und detailliert darlegen, wieso die Abfindung der Minderheitsaktionäre aus finanzieller Sicht angemessen ist. Dazu gehört eine Analyse der Unternehmensbewertung⁴⁸.

IV. Zustimmung der Generalversammlung

Sieht der Fusionsvertrag eine Abfindung vor, so bedarf der Fusionsbeschluss nach Art. 18 Abs. 5 FusG der Zustimmung von mindestens 90 Prozent der stimmberechtigten Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft. Das Neunzig-Prozent-Erfordernis ist ein Kompromiss zwischen dem Minderheitenschutz und dem Anliegen von Mehrheitsaktionären an wirtschaftlich sinnvollen oder erforderlichen Restrukturierungen⁴⁹. Die Barabfindungsfusion steht auch einem öffentlichen Anbieter offen, sodass das (prohibitiv hohe) Quorum für die squeeze out-Klage von 98 Prozent keine Rolle mehr spielen wird (Art. 33 BEHG).

Nach dem Wortlaut von Art. 18 Abs. 5 FusG müssen «mindestens neunzig Prozent der stimmberechtigten Gesellschafterinnen und Gesellschafter» dem Fusionsvertrag zustimmen. Würde ausschliesslich auf den Wortlaut abgestellt, wäre die Zahl der Personen entscheidend. Neunzig Personen mit je einer Aktie könnten den Beschluss fällen, obwohl zwei Personen mit einem Besitz von je hundert Aktien dagegen stimmen. Ein kurioses Resultat in einer Kapitalgesellschaft, bei der die Beschlussfassung nicht auf die Person, sondern auf die gehaltenen Aktiennennwerte abstellt. Der Wortlaut von Art. 18 Abs. 5 FusG ist indessen wenig aussagekräftig, da das Fusionsgesetz nach Art. 2 lit. b FusG unter «Gesellschaften» so unterschiedliche Rechtsformen wie Kapitalgesellschaften, Kollektiv- und Kommanditgesellschaften, Vereine und Genossenschaften versteht. Bei «personalistisch strukturierten» Rechtsformen wie der Kollektiv- und Kommanditgesellschaft, dem Verein und der Genossenschaft macht eine Regel

⁴⁷ Botschaft FusG (Fn. 46) 4403.

⁴⁸ Der Verwaltungsrat hat zu bestätigen, dass er über keine Informationen verfügt, die einen massiv höheren Aktienwert nahelegen.

⁴⁹ Im Entwurf zum Fusionsgesetz war noch eine (prohibitive) Einstimmigkeit für die Barabfindungsfusion vorgesehen (kritisch zur ursprünglich vorgesehenen Regel Christian J. Meier-Schatz: Fusionsgesetz und KMU, ZBJV Sonderband 135^{bis}, Bern 1999, 29 ff., 58). Im Ständerat wurde das (immer noch hohe) 90-Prozent-Erfordernis eingeführt, um einen genügenden Schutz der Minderheitsaktionäre zu gewährleisten (AB 2001 145).

Sinn, die auf neunzig Prozent der Gesellschafter (inklusive Vereinsmitglieder und Genossenschafter) abstellt, da in diesen Rechtsformen (mangels einer Kapitaleinlage) als *default-Regel* ein Mitglied eine Stimme hat. Dagegen widerspricht die personalistische Regel in Aktiengesellschaften, Kommanditaktiengesellschaften und GmbH den Grundprinzipien des Gesellschaftsrechts und der ökonomischen Effizienz⁵⁰. Bei Fusionen von Kapitalgesellschaften sollte sich nach einer zweckorientierten Auslegung das 90-Prozent-Erfordernis auf die Stimmrechte und den Nennwert der Beteiligung beziehen, nicht auf die Zahl der Gesellschafter.

Dabei ist kaum anzunehmen, dass der Gesetzgeber bei Barfusionen von Aktiengesellschaften eine Zustimmung von *neunzig Prozent der Aktiennennwerte* voraussetzte. Nach dieser Auslegung würden *nicht* in der Generalversammlung *anwesende Aktionäre* als *Nein-Stimmen* gewertet. Vernünftige Aktionäre einer Gesellschaft mit grossem Aktionariat nehmen aber *keine Kosten* in Kauf, um sich über die Fusion zu informieren. Diversifizierte Aktionäre wissen, dass ihre Stimme den Generalversammlungsbeschluss nicht beeinflusst. Egal, ob sie dem Fusionsantrag zustimmen oder ihn ablehnen, die anderen Aktionäre entscheiden über die Fusion. In einer solchen Situation nimmt der vernünftige Aktionär nicht einmal die Kosten der Teilnahme an der Generalversammlung auf sich. Unter diesen Umständen entspricht das Zustimmungserfordernis von neunzig Prozent aller Aktien nicht dem Zweck von Art. 8 oder Art. 18 Abs. 5 FusG, weil die Möglichkeit der Abfindung praktisch nur in Gesellschaften mit einem Aktionär gegeben ist, der über mindestens 90 Prozent aller Aktien verfügt.

Somit setzt eine Barabfindungsfusion nach einer zweckorientierten Auslegung voraus, dass *neunzig Prozent der an der Generalversammlung vertretenen Aktiennennwerte und -stimmen* den Fusionsvertrag genehmigen. Ein solches Resultat überzeugt auch unter rechtssystematischen Aspekten, da es den allgemeinen aktienrechtlichen Beschlussquoren von Art. 703 und Art. 704 OR und der Kapitalbezogenheit der Vermögensrechte (vgl. Art. 662 Abs. 1 OR) entspricht.

V. Zustimmung eines unabhängigen Gesellschaftsorgans

A. Zustimmungsbedürftigkeit interessierter Geschäfte

Selbstkontrahieren liegt vor, wenn ein Vertreter das Geschäft, das er für den Vertretenen vornimmt, mit sich selber abschliesst⁵¹. Der Vertreter ist faktisch der einzige am Rechtsgeschäft Beteiligte, weil er auf zwei Seiten steht: einerseits als Vertreter, andererseits als Partei des Rechtsgeschäfts. Der Vertreter ist zur Wahrung der Interessen des Vertretenen verpflichtet⁵². Diese Interessenwahrungspflicht kollidiert mit dem Interesse des Vertretenen, seinen Eigennutzen zu maximieren. Das Gleiche gilt für die *Doppelvertretung*, deren Merkmal darin besteht, dass ein Vertreter, der von zwei Personen bevollmächtigt wurde, zwischen diesen beiden ein Geschäft abschliesst (*interlocking officers*)⁵³. Selbstkontrahieren und Doppelvertretung sind *Insichgeschäfte*, die die Interessen des Vertretenen gefährden⁵⁴.

Wegen des Interessenkonflikts ist nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ein *Insichgeschäft* ungültig. Eine Ausnahme besteht, wenn (1) die Gefahr einer Benachteiligung des Ver-

tretenen nach der Natur des Geschäftes ausgeschlossen ist oder (2) der Vertretene (d.h. ein neben- oder übergeordnetes Organ) den Vertreter zum Vertragsschluss mit sich selbst besonders ermächtigt oder das Geschäft nachträglich genehmigt hat⁵⁵.

Rechtsgeschäfte zwischen einer Aktiengesellschaft und einem *Dritten* können, ebenso einen Interessenkonflikt begründen, wenn eine der Gesellschaft nahestehende Person begünstigt wird, *ohne* dass technisch ein *Insichgeschäft* vorliegt (*«einfaches interessiertes Geschäft»*). Übernimmt beispielsweise eine durch ihren Hauptaktionär vertretene Gesellschaft in dessen Interesse kumulativ eine Schuld gegenüber einem Dritten, liegt kein Selbstkontrahieren, wohl aber ein Interessenkonflikt vor, der zur Benachteiligung der Minderheitsaktionäre führen kann⁵⁶. Das einfach interessierte Geschäft ist ungültig, wenn das Geschäft *für den Dritten erkennbar* die Gesellschaft (inklusive Minderheitsaktionäre) benachteiligt. Interessenwidrige Geschäfte sind näm-

⁵⁰ Eine solche personalistische Regel in der Kapitalgesellschaft führt dazu, dass Investoren einen geringeren Anreiz haben, dem Unternehmen Investitionsmittel in grossem Umfang zur Verfügung zu stellen.

⁵¹ Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 30 N 121.

⁵² Art. 398 Abs. 2 OR.

⁵³ BGE 127 III 332, 333, E.2.

⁵⁴ Roger Zäch: Berner Kommentar. Stellvertretung, Art. 32-40 OR, Bern 1990, N 80 zu Art. 33 OR.

⁵⁵ BGE 126 III 361, 363, E. 3.a; BGE 95 II 442 452 f., E. 5; BGE 89 II 321, 324, E. 5; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (Fn. 51) § 30 N 122.

⁵⁶ BGE 111 II 284; BGE 126 III 361, 364, E. 3.

lich von der Vertretungsmacht nicht gedeckt, sofern der Dritte bösgläubig ist⁵⁷. Genehmigt allerdings ein unabhängiges Organ der vertretenen Gesellschaft das interessierte Geschäft, ist dieses gültig, solange es nicht offensichtlich interessenwidrig ist.

B. Interessenkonflikt beim cash out-merger

Beauftragt ein Mehrheitsaktionär den Verwaltungsrat, einen Fusionsvertrag mit einem von ihm vollständig beherrschten *special purpose vehicle* abzuschliessen, entsteht ein Interessenkonflikt⁵⁸. Der Mehrheitsaktionär kann sich auf Kosten der Minderheitsaktionäre bereichern, wenn der Fusionsvertrag eine Abfindung vorsieht, die unter dem Aktienwert vorliegt. Der Verwaltungsrat, der den Fusionsvertrag genehmigt, muss aber die *Interessen aller Aktionäre* wahrnehmen⁵⁹. Der *cash out-merger* ist ein «einfach interessiertes Geschäft, das nach den bundesgerichtlichen Grundsätzen einer Genehmigung oder Ermächtigung durch ein unabhängiges Organ der untergehenden Gesellschaft voraussetzt⁶⁰.

C. Genehmigung durch ein unabhängiges Organ

1. Verwaltungsratsgremium

Das unabhängige Organ, das den Fusionsvertrag des *freeze out-mergers* genehmigen muss, ist entweder der Verwaltungsrat oder die Generalversammlung.

Effizient ist die Einsetzung eines speziellen *Verwaltungsratsgremiums*, das die Konditionen der Fusion überprüft. Um den Interessenkonflikt des Verwaltungsrates zu beseitigen, muss das Verwaltungsratsgremium aus Verwaltungsratsmitgliedern zusammengesetzt sein, die vom Mehrheitsaktionär *unabhängig* sind⁶¹. «Unabhängig» bedeutet, dass die Verwaltungsratsmitglieder mit dem Mehrheitsaktionär oder mit der von ihm beherrschten Gesellschaft keine signifikanten geschäftlichen, finanziellen oder persönlichen Beziehungen unterhalten.

Offen ist, ob nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung dem Verwaltungsratsgremium eine *aktive Rolle* bei der Ausarbeitung des Fusionsvertrages zukommen muss oder ob es genügt, wenn dieses den vom Mehrheitsaktionär aufgesetzten Vertrag auf seine Angemessenheit prüft und genehmigt⁶². Unter Art. 716a OR ist der Verwaltungsrat nicht verpflichtet, operativ tätig zu sein. Er darf sich darauf beschränken, die Geschäftsführung zu kontrollieren und (vom Management beantragte) langfristige, strategische Entscheide zu genehmigen. Dementsprechend sollte es zulässig sein, wenn das Gremium der unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder den endgültigen Entwurf des Verwaltungsrates prüft, ohne bei seiner Ausarbeitung involviert gewesen zu sein. Im Rahmen der Prüfung muss dem Gremium die Freiheit zukommen, «Nein» zum Vorschlag zu sagen, ohne

damit rechnen zu müssen, dass der Mehrheitsaktionär trotzdem die Fusion (oder eine andere Transaktion mit gleichem Resultat) durchführen wird. Weiss nämlich das Gremium, dass sein Beschluss irrelevant ist, wird seine Unabhängigkeit und Motivation zur effizienten Kontrolle der Fusion tangiert.

2. Minderheitsaktionäre

Ein über- oder nebengeordnetes Organ kann ein Geschäft genehmigen oder ermächtigen, bei dem die Gefahr einer Benachteiligung des Vertretenen besteht⁶³. Ein übergeordnetes Organ ist die *Generalversammlung* der Aktionäre. Wie oben zur Beschlussfassung des Verwaltungsrates dargelegt, können Personen, die eine finanzielle oder geschäftliche Verbindung zum Mehrheitsaktionär haben, bei der Beschlussfassung nicht mitwirken⁶⁴. Auf die Beschlussfassung der Aktionäre bezogen bedeutet dies, dass auch eine *Mehrheit der Minderheitsaktionäre* einen *freeze out-merger* genehmigen kann.

Nach Sinn und Zweck des Beschlusserfordernisses (Schutz der Minderheitsaktionäre) müssen die Minderheitsaktionäre über das Zustandekommen der Fusion und über die wesentlichen Tatsachen zum Unternehmenswert *korrekt und vollständig informiert* werden. Könnte der Mehrheitsaktionär dem beschlussfassenden Organ wichtige Informationen vorenthalten, würde die Benachteiligungsgefahr nicht beseitigt. Demgemäss hat der Verwaltungsrat den Aktionären nicht-öffentliche Informationen zum Unternehmenswert wie etwa die Entwicklung eines innovativen Produkts, die letzten Quartalsergebnisse, verlässliche interne Unternehmenswertstudien und Ähnliches in Publikums- und geschlossenen Gesellschaften mitzuteilen. Bei ir-

⁵⁷ BGE 126 III 361; Dieter Zobl: Probleme der organschaftlichen Vertretungsmacht, ZBJV 1989 289, 295 ff.

⁵⁸ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (Fn. 51) § 28 N 175 ff.

⁵⁹ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (Fn. 51) § 28 N 26.

⁶⁰ Vgl. BGE 126 III 361, 366, E. 5; Hans Caspar von der Crone: Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 66 (1994) 1 ff., 8 f.

⁶¹ von der Crone: (Fn. 60) 9.

⁶² Nach von der Crone (Fn. 60) 9, genügt grundsätzlich eine Prüfung.

⁶³ BGE 126 III 361, 363, E. 3.a; BGE 95 II 442, 452, E. 5.

⁶⁴ Oben Ziff. V lit. C Ziff. 1; von der Crone (Fn. 60) 9.

reführender oder unvollständiger Information der Minderheitsaktionäre ist der Beschluss anfechtbar und der Fusionsvertrag ist nach erfolgreicher Anfechtung unwirksam⁶⁵.

D. Überprüfung durch das Handelsregister

Nach Art. 940 Abs. 1 OR hat der Handelsregisterführer zu prüfen, ob die gesetzlichen Voraussetzungen für die Eintragung erfüllt sind. Das Handelsregisteramt verfügt bei der Prüfung registerrechtlicher, formeller Voraus-

setzungen über eine umfassende Kognition⁶⁶. Materiell-rechtliche Voraussetzungen dürfen dagegen einzig darauf geprüft werden, ob zwingende Gesetzesbestimmungen eingehalten werden, die im öffentlichen Interesse oder zum Schutze Dritter aufgestellt sind. Die Verletzung dispositiven Rechts oder von Normen, die nur private Interessen schützen, müssen von den Betroffenen selber, durch Anrufung des Zivilrichters, geahndet werden. Für die Barabfindungsfusion bedeutet dies, dass das Handelsregisteramt zwar die gesetzlich vorgesehenen Dokumente

(Fusionsvertrag, Fusionsbericht, Fusionsprüfung, Generalversammlungsbeschluss) verlangen und überprüfen kann. Es darf jedoch nicht eine Genehmigung eines unabhängigen Organs wegen allfälliger Interessenkonflikte verlangen, da dieses Erfordernis einzig den Interessen der Minderheitsaktionäre dient, die sich bei Verstössen an den Richter wenden müssen.

⁶⁵ Die Nichtigkeit des GV-Beschlusses ist in Analogie zu Art. 691 Abs. 3 OR zu verneinen (vgl. aber BGE 126 III 361, 364, E. 3. a).

⁶⁶ BGE 116 II 76, 78.

Entwicklungen im Immaterialgüterrecht und Lauterkeitsrecht / Le point sur le droit de la propriété intellectuelle et de la concurrence déloyale

Jürg Müller, Fürsprecher (Bern) und Ursula In-Albon, Fürsprecherin (Bern)*

1. Gesetzgebung¹

a) Teilrevision des Bundesgesetzes über die Erfindungspatente (PatG)

Diese Teilrevision weist zwei Knacknüsse (biotechnologische Erfindungen, Parallelimporte) auf, die politisch überaus umstritten sind und wahrscheinlich zu einem zweiten Vernehmlassungsverfahren führen werden. Die parlamentarische Beratung des Gesetzesentwurfes wird kaum vor 2005 stattfinden.

b) Teilrevision des Bundesgesetzes über das Urheberrecht und verwandte Schutzrechte (URG)

Die in der letzten Übersicht erwähnten Arbeitsgruppen haben ihre Arbeit

weitgehend abgeschlossen. Die Revisionsarbeiten schreiten insofern nach Plan voran; der Revisionsentwurf wird voraussichtlich im Jahre 2004 in die Vernehmlassung gehen.

2. Rechtsprechung (Auswahl)

2.1 Bundesgericht

a) Patentrecht

Das Bundesgericht bestätigt seine Rechtsprechung, wonach der Beizug eines Sachverständigen für die Beurteilung technischer Fragen im Patentprozess in der Regel unerlässlich ist. Und es bekräftigt, dass es (ungeachtet der Sondervorschrift von Art. 67 Ziff. 1 OG) die tatsächlichen Feststellungen der kantonalen Vorinstanz über tech-

nische Verhältnisse im Berufungsverfahren letztlich nur auf Willkür prüft. Das Bundesgericht spricht in diesem Zusammenhang von «ernsthaften Zweifeln» an der Richtigkeit der vorinstanzlichen Feststellung, aber das ändert im Ergebnis wenig und sollte bei der (schon wieder aus der

* Letzte Übersicht: SJZ 98 (2002) 412.

¹ Einen Überblick über die nationale und internationale Entwicklung auf dem Gebiet des Immaterialgüterrechts und Urheberrechts gibt die Website des Eidgenössischen Instituts für Geistiges Eigentum (www.ige.ch, Juristische Informationen), das sich in aller Demut gerne als «Drehscheibe für weltweit vorhandenes Geistiges Eigentum» bezeichnet und damit an das Sprichwort *Becheidenheit, das schönste Kleid*, erinnert.